



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

*Τμήμα Χρηματοοικονομικής & Τραπεζικής Διοικητικής
Π.Μ.Σ Χρηματοοικονομική Ανάλυση για Στελέχη Επιχειρήσεων*

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

«Αναδιάρθρωση Χρέους

Ιστορικά Παραδείγματα & Μέτρηση Αποτελεσματικότητας»

Επιβλέπων Καθηγητής: κ. Α. Αντζουλάτος

Μέλη Τριμελούς Επιτροπής:

- Καθηγητής κ. Α. Αντζουλάτος
- Αναπληρωτής Καθηγητής κ. Χ. Στεφανάδης
- Επίκουρος Καθηγητής κ. Π. Σταϊκούρας

Βασίλειος Σ. Τσιδήμας

Νέα Υόρκη, Απρίλιος 2013

"Ευχαριστίες,
ως ελάχιστη ένδειξη ευγνωμοσύνης...
στο Δάσκαλο,
στην Οικογένεια,
στους Φίλους...
για τη μάθηση & την καθοδήγηση,
για την αγάπη,
για την υποστήριξη..."

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα διπλωματική εργασία έχει ως στόχο την ανάλυση και παρουσίαση των σημαντικότερων προγραμμάτων αναδιάρθρωσης τραπεζών, καθώς και των μηχανισμών επίλυσης των χρηματοοικονομικών κρίσεων, τα συμπεράσματα των οποίων παρατίθενται στα τελευταία κεφάλαια, ύστερα από την υποχρεωτική, θεωρητική, αναφορά στα είδη, τον τρόπο διάδοσης και τις συνέπειες των τραπεζικών και νομισματικών χρηματοοικονομικών κρίσεων, ενώ παράλληλα επιχειρείται μια σύντομη αναφορά στα αίτια της τρέχουσας κρίσης, στις ομοιότητες και στις διαφορές που παρουσιάζει σε σχέση με τις προηγούμενες.

Προκειμένου να κατανοηθούν με λεπτομέρεια όλα τα ανωτέρω απαιτείται να προηγηθεί η παρουσίαση της πολύπλοκης δομής του χρηματοοικονομικού συστήματος και της εγγενούς αδυναμίας του, που καλείται "ασύμμετρη πληροφόρηση". Επίσης και δυσκολίες που εμφανίζονται κατά την αποτίμηση της τρέχουσας και της μελλοντικής αξίας μίας τράπεζας, ευθύνονται σε μέγιστο βαθμό για την απορρύθμιση της λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος και οδηγούν μοιραία στην εμφάνιση των χρηματοοικονομικών κρίσεων.



ABSTRACT

The present thesis aims at analyzing and promoting the most important mechanisms and programs of banks restructuring as well as resolving the financial crisis. The results that follow on the last chapters, are also analyzing the different types of crisis, the ways that they spread and the consequences in the monetary and banking crisis. A brief reference to the causes, the differences and the similarities of the crisis serve the purpose of understanding financial crisis of earlier and present times.

In order, the above chapters, to be thoroughly understood the proceeding presentation is necessary, due to the complexity of the financial system and the information asymmetry. The difficulties, also, that appear during the current and future evaluation of a bank, are responsible for the disorientation of the economic system.



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1ο Κεφάλαιο: "Η μεγάλη Εικόνα"

1.1. Η Δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος (σελ. 8)

2ο Κεφάλαιο: "Ο Ρόλος της Πληροφόρησης"

2.1. Ασύμμετρη πληροφόρηση & προβλήματα (σελ. 12)

2.2 Αντίθετη επιλογή και αντιμετώπισή της (σελ. 13)

2.3. Ηθικός κίνδυνος και αντιμετώπισή του (σελ. 14)

3ο Κεφάλαιο: "Εισαγωγή στην Τραπεζική"

3.1. Ισολογισμός μίας τράπεζας (σελ. 16)

3.2 Αποτίμηση τραπεζών (σελ. 19)

3.3. Αριθμοδείκτες (σελ. 21)

3.4. Βασικές αρχές του θεσμικού πλαισίου (σελ. 24)

4ο Κεφάλαιο: "Χρηματοοικονομικές Κρίσεις –Τραπεζικές & Νομισματικές"

4.1. Εισαγωγή (σελ. 27)

4.2. Το κόστος των κρίσεων (σελ. 28)

4.3. Η διάδοση των κρίσεων (σελ. 28)

4.4. Οι συνέπειες των χρηματοπιστωτικών κρίσεων (σελ. 33)

5ο Κεφάλαιο: "Αναδιάρθρωση Χρέους – Λογικό Υπόβαθρο"

5.1. Βασικές Αρχές Πτωχευτικού Δικαίου (σελ. 36)

5.2. Αξιόλογηση των Πτωχευτικών Δικαίων των κρατών (σελ. 43)

5.3. Προγράμματα Αναδιάρθρωσης Τραπεζών - Θεωρητικό Υπόβαθρο (σελ. 46)

5.4. Υπόδειγμα Τέλειας και Αποτελεσματικής Αγοράς Modigliani – Miller (σελ. 48)

5.5. Αναδιάρθρωση Χρέους Δίχως Δυνατότητα Αναδιαπραγμάτευσης Δανειακών Συμβάσεων (σελ. 49)

5.5.1 Κρατική Ενίσχυση και Αποπληρωμή Χρέους (σελ. 50)

5.5.2 Ασφάλιση Υπό την Αίρεση του Κράτους (σελ. 51)



- 5.5.3 Ανακεφαλαιοποίηση με την Έκδοση Κοινών Μετοχών (σελ. 52)
- 5.5.4 Ανακεφαλαιοποίηση με Έκδοση Προνομιούχων Μετοχών ή Μετατρέψιμων Ομολογιών (σελ. 53)
- 5.5.5 Επαναγορά Χρέους με Κρατική Ενίσχυση (σελ. 54)
- 5.5.6 Παροχή Κρατικών Εγγυήσεων στα Περιουσιακά Στοιχεία των Τραπεζών (σελ. 56)
- 5.5.7 Το πρόγραμμα "Caballero" (σελ. 57)
- 5.5.8 Πώληση Στοιχείων Ενεργητικού των Τραπεζών στο Κράτος, σε Τιμή Μεγαλύτερη από την Αγοραία (σελ. 57)
- 5.5.9 Η πρόταση της "Goldman Sachs" (σελ. 58)
- 5.6. Ιδιωτικό και Κοινωνικό Πλεόνασμα από την Αναδιάρθρωση (σελ. 59)
- 5.7. Σχεδιασμός του Προγράμματος Αναδιάρθρωσης (σελ. 62)

6ο Κεφάλαιο: "Αναδιρθώσεις στην Πράξη"

- 6.1. Α' Μηχανισμός: Ελαστική Αντιμετώπιση των Τραπεζών (σελ. 72)
 - 6.1.1. Η.Π.Α. – Κρίση S&Ls (δεκαετία '80) (σελ. 72)
 - 6.1.2. Αξιολόγηση (σελ. 75)
- 6.2. Β' Μηχανισμός: Φορολογικά κίνητρα για τη διαγραφή των μη εξυπηρετούμενων δανείων (σελ. 76)
 - 6.2.1. Ιαπωνία-Διαγραφή μη εξυπηρετούμενων επιχειρηματικών δανείων(1992) (σελ. 76)
 - 6.2.2. Αξιολόγηση (σελ. 78)
- 6.3. Γ' Μηχανισμός: Υπό όρους ανάληψη από την κυβέρνηση μέρους των ζημιών των τραπεζών από μη εξυπηρετούμενα δάνεια (σελ. 79)
 - 6.3.1. Μεξικό – Punto Final Program (1998) (σελ. 80)
 - 6.3.2. Αξιολόγηση (σελ. 80)
 - 6.3.3. Χρήσιμα συμπεράσματα για το μέλλον (σελ. 83)
- 6.4. Δ' Μηχανισμός: Διαγραφή χρέους (σελ. 85)
 - 6.4.1. ΗΠΑ - Legal Tender Act 1862 (σελ. 85)
 - 6.4.2. ΗΠΑ - Αναστολή εφαρμογής του Κανόνα Χρυσού (Gold Standard) και κατάργηση των σχετικών ρητρών (Gold Clauses), 1933 (σελ. 87)
 - 6.4.3. Αξιολόγηση – συμπεράσματα για το μέλλον (σελ. 91)
- 6.5. Ε' Μηχανισμός: Σύσταση δημοσίων εταιρειών διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων - AMCs (σελ. 93)



- 6.5.1. Σουηδία - Securum and Retrieva (σελ. 93)
- 6.5.2. Μεξικό – FOBARPOA (σελ. 96)
- 6.5.3. Το παράδειγμα της Ινδονησίας (σελ. 98)
- 6.5.4. Το παράδειγμα της Κορέας (σελ. 101)
- 6.5.5. Αξιολόγηση των AMCs – Συμπεράσματα (σελ. 102)
- 6.6. ΣΤ' Μηχανισμός: Πώληση εγχώριων τραπεζικών ιδρυμάτων σε ξένες τράπεζες με τη συνδρομή του κράτους (σελ. 104)
 - 6.6.1. Είσοδος ξένων τραπεζών στο τραπεζικό σύστημα της Αργεντινής (σελ. 106)
 - 6.6.2. Είσοδος ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα του Μεξικό (σελ. 110)
 - 6.6.3. Αξιολόγηση - συμπεράσματα (σελ. 117)
- 6.7. Ζ' Μηχανισμός: Ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών με τη συνδρομή του κράτους (σελ. 118)
 - 6.7.1. ΗΠΑ – RECONSTRUCTION FINANCE CORPORATION (RFC) (σελ. 118)
 - 6.7.2. Πρόγραμμα Ανακεφαλαιοποίησης Τραπεζών στην Ιαπωνία (σελ. 124)
 - 6.7.3. Πρόγραμμα Ανακεφαλαιοποίησης Τραπεζών στην Ταϊλάνδη (σελ. 126)
 - 6.7.4. Αξιολόγηση – Συμπεράσματα (σελ. 128)
- 6.8. Γενικά Συμπεράσματα (σελ. 131)

7ο Κεφάλαιο: "Η Σημερινή Κρίση"

- 7.1. Το Χρονικό της Κρίσης (2007-2009) (σελ. 136)
 - 7.2. Αρχικές Συνθήκες (σελ. 137)
 - 7.3. Πολιτικές Αντιμετώπισης της Κρίσης (2007-2009) (σελ. 140)
 - 7.4. Κοινά Χαρακτηριστικά και Διαφορές Τρέχουσας και Προηγούμενων Τραπεζικών Κρίσεων (σελ. 142)
- Βιβλιογραφία (σελ. 146)



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο

"Η ΜΕΓΑΛΗ ΕΙΚΟΝΑ"

1.1. Η Δομή του Χρηματοοικονομικού Συστήματος

"Μια υγιής, δραστήρια και αποτελεσματική οικονομία, απαιτεί ένα χρηματοοικονομικό σύστημα το οποίο μετακινεί κεφάλαια από τα άτομα που αποταμιεύουν, στα άτομα που έχουν παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες."¹

Το χρηματοοικονομικό σύστημα, ουσιαστικά επιτελεί μία κύρια και βασική λειτουργία, την κατανομή των πόρων μεταξύ των εχόντων πλεόνασμα κεφαλαίων (κυρίως νοικοκυριά) και των εχόντων έλλειμμα κεφαλαίων (κυρίως εταιρείες και κυβερνήσεις), ενώ εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς το ζωτικό χαρακτήρα της παρουσίας του χρηματοοικονομικού συστήματος σε μια οικονομία, ο οποίος έγκειται στη διοχέτευση των αποταμιεύσεων των νοικοκυριών στις επιχειρήσεις, στην ανακατανομή των κονδυλίων μεταξύ των επιχειρήσεων και των επενδυτικών εταιρειών και στο διαμοιρασμό του ρίσκου μεταξύ των χρηματοδοτών και των χρηματοδοτούμενων².

Στην πράξη, αυτή η θεωρητικά απλή διαδικασία της ανακατανομής των πόρων μεταφράζεται σε ένα ιδιαίτερα πολύπλοκο σύστημα, τόσο στη δομή, όσο και στην επιμέρους λειτουργία του.

Στο κατωτέρω σχήμα παρουσιάζονται τα βασικά μέρη που απαρτίζουν το χρηματοοικονομικό σύστημα, καθώς και τον τρόπο διασύνδεσής τους, μέσω της έμμεσης και της άμεσης χρηματοδότησης, ως δύο καναλιών μεταφοράς κεφαλαίων.

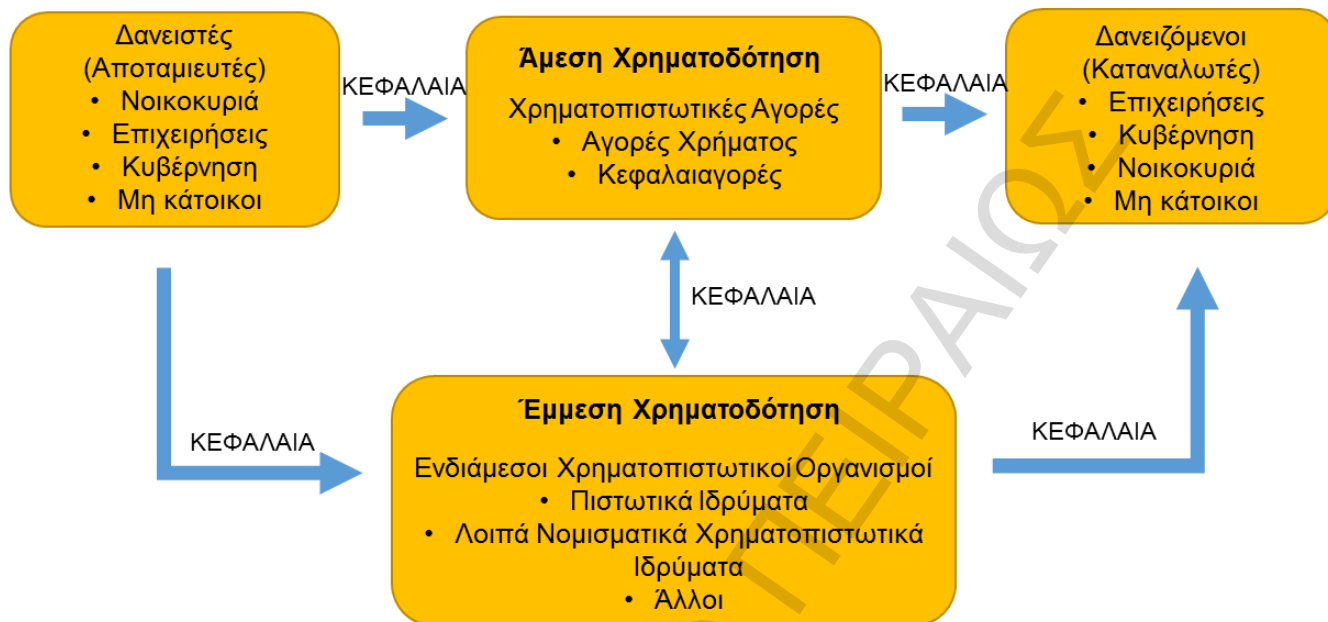
Αναλυτικότερα παρατηρούμε ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα αποτελεί ένα δίκτυο, χρηματοοικονομικών οργανισμών, χρηματοοικονομικών αγορών και χρηματοοικονομικών εργαλείων και υπηρεσιών που διευκολύνουν τη διανομή των

¹ Frederic S. Minsky

² Allen Franklin and Gale Douglas



πόρων, μεταξύ των αποταμιευτών κεφαλαίων (χρηματοδότες) και όσων χρησιμοποιούν κεφάλαια (χρηματοδοτούμενοι).



Σχήμα 1³

Στο κανάλι της άμεσης χρηματοδότησης οι δανειζόμενοι (χρηματοδοτούμενοι) αντλούν κεφάλαια απευθείας από τους δανειστές (χρηματοδότες), μέσω της έκδοσης και πώλησης χρεογράφων.

Οι χρηματοδοτούμενοι πετυχαίνουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση από τις αγορές κεφαλαίου και βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση από τις αγορές χρήματος, ενώ είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι οι χρηματοδότες αναλαμβάνουν και τους σχετικούς κινδύνους, σε αντίθεση με το κανάλι της έμμεσης χρηματοδότησης όπου μετριάζεται η έκθεση των χρηματοδοτών στον επενδυτικό κίνδυνο, λόγω της παρεμβολής των ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών, όπως οι τράπεζες και άλλοι οργανισμοί διαμεσολάβησης.

Στο κανάλι της έμμεσης χρηματοδότησης οι έχοντες πλεόνασματα κεφαλαίων επενδύουν στα αξιόγραφα των ενδιάμεσων χρηματοοικονομικών οργανισμών ή

³ <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/financial-stability.en.html>



καταθέτουν τα κεφάλαιά τους σε αυτούς, οι οποίοι εν συνεχεία συνάπτουν δάνεια ή επενδύουν στα αξιόγραφα των εχόντων έλλειμμα κεφαλαίων.

Μεταξύ των παικτών του συστήματος, επιτελείται διαρκώς μία πάλη, μιας και κύριος στόχος όλων αποτελεί η μεγιστοποίηση του οφέλους τους, γεγονός το οποίο δυσκολεύει την ολοκλήρωση των ανωτέρω οικονομικών συναλλαγών, κυρίως λόγω του κόστους που απαιτούνται για την ολοκλήρωσή τους, όπως:

- το κόστος συναλλαγών (transaction cost), πριν και μετά τη χρηματοδότηση,
- το κόστος πληροφόρησης που συνίσταται στα κόστη
 - εκτιμήσεως επιχειρηματικού κινδύνου (πριν τη χρηματοδότηση),
 - συγγραφής αναλυτικών συμβολαίων (contract writing costs - πριν τη χρηματοδότηση),
 - επιβεβαιώσεως πραγματικών γεγονότων (state verification costs - μετά τη χρηματοδότηση) και τέλος,
- το κόστος εφαρμογής συμβολαίων

Το χρηματοοικονομικό σύστημα αντιμετωπίζει αποτελεσματικά αυτές τις μορφές κόστους, έτσι ώστε οι έχοντες πλεόνασμα κεφαλαίων να απολαμβάνουν υψηλότερες αποδόσεις και οι έχοντες έλλειμμα να υπόκεινται σε μικρότερο κόστος χρηματοδότησεως, ενώ παράλληλα, με τις σημαντικές λειτουργίες του, οι κυριότερες εκ των οποίων είναι οι ακόλουθες:

- μεταφορά πόρων στο χώρο και στο χρόνο,
- εκκαθάριση συναλλαγών,
- κινητοποίηση αποταμιεύσεων και υποδιαίρεση συμμετοχών,
- παραγωγή και διάχυση πληροφοριών για δυνητικές επενδύσεις,
- δημιουργία καλύτερων κινήτρων,
- διαχείριση κινδύνων,
- μετάδοση της νομισματικής πολιτικής στην πραγματική οικονομία,



πετυχαίνει την αποτελεσματική χρήση των περιορισμένων παραγωγικών πόρων της οικονομίας και την προαγωγή της οικονομικής ανάπτυξης, μέσω της ανάληψης επενδυτικών πρωτοβουλιών, που για την κοινωνία αυτές οι λειτουργίες μεταφράζονται ως υψηλότερη παραγωγή, χαμηλότερη ανεργία και συνεπώς βελτίωση του εισοδήματος και του επιπέδου διαβίωσης των πολιτών.

Παρόλο που τα τμήματα του συστήματος λειτουργούν κυρίως ανταγωνιστικά μεταξύ τους, λόγω του κοινού στόχου τους, της προσέλκυσης κεφαλαίων και της χρηματοδότησης όσων έχουν ανάγκη, στην πραγματικότητα λειτουργούν και συμπληρωματικά, διότι η αποτελεσματική λειτουργία του ενός μέρους συνεισφέρει και στην αποτελεσματική λειτουργία των υπολοίπων, ώστε να επιτυγχάνουν ως κοινή συνισταμένη την οικονομική ανάπτυξη.

Τα ως άνω καταδεικνύουν ότι το χρηματοοικονομικό σύστημα δεν αποτελεί προϊόν παρθενογένεσης, αλλά είναι αποτέλεσμα μιας εξελικτικής διαδικασίας και γι' αυτό η υπάρχουσα δομή του θεωρείται βέλτιστη και είναι η ίδια σε όλα τα κράτη του κόσμου, άσχετα εάν σε κάποια είναι πιο ανεπτυγμένο απ' ότι σε άλλα.

Επιπρόσθετα, ως αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης των οικονομικών παραγόντων, του θεσμικού πλαισίου, της ιστορικής συγκυρίας και εμπειρίας κάθε χώρας, παρατηρούμε ότι σε μερικές χώρες είναι περισσότερο ανεπτυγμένες οι τράπεζες και παρέχουν μεγαλύτερο μέρος της χρηματοδότησεως των εταιρειών, απ' ότι οι αγορές χρήματος και κεφαλαίου, ενώ σε άλλες χώρες ισχύει το αντίθετο.

Επειδή όμως η πράξη απέχει πολύ από τη θεωρία, εάν μπορούσε να εφαρμοστεί η θεωρία των Τέλειων Αγορών, δεν θα υπήρχε η ανάγκη της δημιουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος, και το ίδιο ακριβώς ισχύει και για το ίδιο, όπου τα κυριότερα αδύνατα σημεία του πηγάζουν από τον κίνδυνο της ασύμμετρης πληροφόρησης και τα αναλύουμε στο επόμενο κεφάλαιο.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο

"Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΕΩΣ"

Προκειμένου να κατανοήσουμε καλύτερα τη δομή του χρηματοοικονομικού συστήματος θα πρέπει να μελετήσουμε το ρόλο που παίζει η πληροφόρηση στις χρηματοοικονομικές αγορές.

Όπως και στην πραγματική ζωή, ένα ιδιαίτερα σημαντικό κριτήριο σε πολλές αγορές μας, αποτελεί η πληροφόρηση που είχαμε για την ποιότητα του προϊόντος ή για την ανταγωνιστική τιμή του, σε σχέση με άλλα ομοειδή. Γενικά, όσο καλύτερη πληροφόρηση έχει κάποιος, τόσο καλύτερες αποφάσεις μπορεί να πάρει, σε όλα τα ήδη των σχέσεων και δη των οικονομικών.

Ειδικότερα, στη σχέση χρηματοδοτών και χρηματοδοτούμενων, όταν ένα από τα δύο αντισυμβαλλόμενα μέρη έχει καλύτερη πληροφόρηση από το άλλο, δηλαδή καλύτερες προοπτικές κερδοφορίας για αυτόν που την κατέχει, τόσο μεγαλύτερο πλεονέκτημα έχει έναντι του άλλου, με αποτέλεσμα ουσιαστικά την έλλειψη εμπιστοσύνης μεταξύ των δύο μερών και τη μη αποτελεσματικότητα των αγορών εν γένει.

2.1. Ασύμμετρη Πληροφόρηση

Το πρόβλημα αυτό ονομάζεται ασύμμετρη πληροφόρηση (asymmetric information), απόρροια της οποίας αποτελούν τα προβλήματα του «ηθικού κινδύνου» (moral hazard) που εμφανίζονται μετά τη χρηματοδότηση και τα προβλήματα της «αντίθετης ή δυσμενής επιλογής» (adverse selection) που εμφανίζονται πριν τη χρηματοδότηση, τα οποία και κατέδειξε το 1970, ο Νομπελίστας οικονομολόγος George Akerlof, μέσω του ομώνυμου υποδείγματος.

Συγκεκριμένα, ο Akerlof χρησιμοποίησε ως παράδειγμα την αγορά των μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, όπου οι μεν αγοραστές δεν γνωρίζουν προκαταβολικά



τίποτα για την ποιότητα των οχημάτων, ενώ αντίθετα, οι πωλητές γνωρίζουν πολύ καλά την ποιότητά τους, με αποτέλεσμα αυτή ακριβώς, η ασύμμετρη πληροφόρηση να μπορεί να οδηγήσει θεωρητικά στην κατάρρευση της συγκεκριμένης αγοράς.

Παρόλο που και από τις δύο πλευρές υπάρχει ενδιαφέρον για προσφορά και αγορά καλής ποιότητας μεταχειρισμένων αυτοκινήτων, η κατάρρευση της αγοράς μπορεί να συμβεί λόγω ότι οι αγοραστές επειδή δεν μπορούν να ξεχωρίσουν τα "προβληματικά" αυτοκίνητα (λεμόνια) από τα καλή κατάστασης αυτοκίνητα (ροδάκινα) και επειδή δε γνωρίζουν την ποιότητα των προσφερόμενων αυτοκινήτων είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μόνο μια μέση τιμή, ενώ οι πωλητές για να έχουν κέρδος προσφέρουν χειρότερης ποιότητας αυτοκίνητα, τα οποία κοστίζουν λιγότερο, διότι φοβούνται ότι στην προσφορά καλύτερης ποιότητας αυτοκινήτων, θα επιτύχουν την ίδια μέση τιμή. Έτσι μέσω της διαρκούς μείωσης των τιμών των αυτοκινήτων και της αντίστοιχης φθίνουσας ποιότητας των προσφερόμενων αυτοκινήτων, η αγορά δύναται να καταρρεύσει.

2.2. Αντίθετη Επιλογή

Το πρόβλημα της «αντίθετης επιλογής» εμφανίζεται πριν τη συναλλαγή-χρηματοδότηση και μέσω της εμφάνισης των ανωτέρω διλημάτων, των επονομαζόμενων ως "lemons problem", οδηγεί σε μη αποτελεσματική λειτουργία της αγοράς, λόγω της έλλειψης πληροφόρησης, της αβεβαιότητας και της ποιότητας της πληροφόρησης.

Ως εργαλεία επίλυσης του συγκεκριμένου προβλήματος παρουσιάζονται:

A) Οι εταιρείες συλλογής πληροφοριών σχετικά με τα οικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων, οι οποίες προβαίνουν δε και στη σχετική αξιολόγηση και διαβάθμιση των επιχειρήσεων αυτών. Η παρουσία των εταιριών αυτών δεν κατάφερε από μόνη της να αποθαρρύνει το πρόβλημα των free-riders⁴.

⁴ Λαθρεπιβάτης-Τσαμπατζής (free rider): Το πρόβλημα του λαθρεπιβάτη (free-rider problem) αποτελεί μία από τις κλασικότερες περιπτώσεις ατέλειας ή αποτυχίας της αγοράς. Κάποια άτομα επιχειρούν να επωφεληθούν από τις ενέργειες των άλλων χωρίς τα



Β) Η θέσπιση νομοθετικών και κανονιστικών πλαισίων από την κυβέρνηση, μέσω των οποίων υποχρεώνονται ή ενθαρρύνονται οι εταιρείες να παρουσιάζουν ειλικρινή στοιχεία στους επενδυτές.

Γ) Οι χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές, όπως οι τράπεζες, οι οποίες έχουν πολλή καλή πληροφόρηση για τα οικονομικά στοιχεία πολλών επιχειρήσεων, δεδομένου ότι για να χορηγήσουν σε κάποια επιχείρηση δάνειο θα πρέπει να είναι σίγουρες για την αξιοπιστία της εταιρίας. Επίσης, λόγω της μη συναλλαγής των δανείων στην ανοιχτή αγορά οι τράπεζες έχουν μειώσει αρκετά το πρόβλημα των free-riders.

Δ) Η χρήση των εμπράγματων εγγυήσεων και όσο μεγαλύτερη είναι η καθαρή θέση μία επιχείρησης μειώνουν το δίλλημα της αντίθετης επιλογής ειδικά στις πιστωτικές αγορές, μιας και εξασφαλίζουν την επιστροφή των χρημάτων του δανειστή σε περίπτωση χρεοκοπίας του δανειζομένου.

2.3. Ηθικός Κίνδυνος

Εν συνεχεία, το πρόβλημα του «ηθικού κίνδυνου» εμφανίζεται μετά τη συναλλαγή-χρηματοδότηση, όταν ο πωλητής-δανειζόμενος ενός χρεογράφου αποκρύπτει πληροφορίες από τον αγοραστή-δανειστή, ή εμπλέκεται σε δραστηριότητες που δεν είχε συμφωνήσει με τον χρηματοδότη του.

Ειδικότερα, όταν η διοίκηση μίας επιχείρησης ασκείται από στελέχη και όχι από τους ιδιοκτήτες-μετόχους τους, εμφανίζεται το principal-agent problem, δηλαδή όταν τα στελέχη της διοίκησης μίας επιχείρησης έχουν καλύτερη πληροφόρηση ή προβαίνουν σε επιχειρηματικές κινήσεις που δεν έχουν γνώση οι μέτοχοι της εταιρείας.

ίδια να συνεισφέρουν. Συμμετέχουν δηλαδή στο όφελος, αλλά όχι στο κόστος μιας κοινής ενέργειας ή επωφελούνται από θετικές εξωτερικότητες (με τη στενή έννοια). Παράδειγμα της πρώτης περίπτωσης: σε μια γειτονιά με αυξημένη εγκληματικότητα οι ένοικοι μιας πολυκατοικίας αποφασίζουν να προσλάβουν έναν ιδιωτικό αστυνομικό για φύλακα τα βράδια. Συμφωνούν όλοι, με την εξαίρεση του λαθρεπιβάτη, ο οποίος σκέφτεται ότι, χωρίς ο ίδιος να πληρώσει, θα επωφεληθεί έτσι κι αλλιώς από την απόφαση των πολλών.



Το συγκεκριμένο πρόβλημα επιλύεται μέσω:

A) Της εποπτείας των δραστηριοτήτων της εταιρείας και των αποφάσεων των στελεχών της διοίκησης από τους μετόχους-ιδιοκτήτες της εταιρίας.

B) Της θέσπισης νομοθετικών και κανονιστικών πλαισίων από την κυβέρνηση για τη χρήση κοινών λογιστικών προτύπων από τις επιχειρήσεις και την ποινικοποίηση των οικονομικών εγκλημάτων.

Γ) Της παρουσίας των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών, ειδικότερα των εταιριών επιχειρηματικού κεφαλαίου (venture capital) οι οποίες υποχρεώνουν τις εταιρείες τις οποίες χρηματοδοτούν, να μετέχουν εκπρόσωποί τους στα διοικητικά συμβούλια, είτε να έχουν μόνο αυτές δικαίωμα σε ενδεχόμενο αύξησης μετοχικού κεφαλαίου ακυρώνοντας στην ουσία τους free riders.

Στη διαδικασία του δανεισμού, το πρόβλημα του «ηθικού κινδύνου» καταπολεμάται με την παρουσία των εμπράγματων εγγυήσεων για την αποπληρωμή του δανείου, με την παρακολούθηση της καθαρής θέσης του δανειζόμενου και με την εισαγωγή περιορισμών στα συμφωνητικά, με σκοπό την απαγόρευση ή την αποθάρρυνση του χρηματοδοτούμενου να προβεί σε δραστηριότητες που δεν είχαν συμφωνηθεί, να διατηρεί σε καλή εμπορική κατάσταση τις εμπράγματα εγγυήσεις και να παρέχει στον δανειστή του πληροφορίες σχετικά με την οικονομική του κατάσταση.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο

"ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ"

3.1. Ισολογισμός μίας Τράπεζας

Οι τράπεζες παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο, στην ήρεμη και αποτελεσματική λειτουργία του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Για να αντιληφθούμε όμως, τον τρόπο λειτουργίας τους, το πρώτο πράγμα που θα πρέπει να αναλύσουμε είναι ο ισολογισμός μίας τράπεζας και συγκεκριμένα τα στοιχεία του παθητικού, που αποτελούν τις πηγές χρηματοδότησης-προέλευσης των κεφαλαίων της τράπεζας (τι και σε ποιους χρωστάει) και τα στοιχεία του ενεργητικού, που αποτελούν τις δραστηριότητες - χρήσεις των πηγών χρηματοδότησης του παθητικού (τι ανήκει στην τράπεζα).

Στην πλευρά του ενεργητικού περιλαμβάνονται:

α) τα ρευστά διαθέσιμα, που αποτελούν τις καταθέσεις που έχει μία τράπεζα στην κεντρική τράπεζα, το ποσό των μετρητών που υποχρεούται να έχει στο χρηματοκιβώτιό της (required reserves) και τις καταθέσεις που έχει σε άλλες τράπεζες συνήθως ως αντάλλαγμα για κάποιες υπηρεσίες που της προσφέρονται (corresponding banking),

β) τα δάνεια που έχει χορηγήσει σε επιχειρήσεις, νοικοκυριά, κυβερνήσεις, χρηματοοικονομικούς οργανισμούς και αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό της αξίας του ενεργητικού,

γ) τα χρεόγραφα, τα οποία συνήθως είναι κρατικές ομολογίες και

δ) άλλα περιουσιακά στοιχεία όπως τα κτίρια και ο τεχνολογικός εξοπλισμός που ανήκουν στην τράπεζα.



Στην πλευρά του παθητικού περιλαμβάνονται οι καταθέσεις (checkable and nontransaction deposits), τα δανειακά κεφάλαια που αντλούν οι τράπεζες από τη διατραπεζική αγορά, από την κεντρική τράπεζα και από άλλους οργανισμούς, καθώς και τα ίδια κεφάλαια (καθαρή θέση) της τράπεζας, όπου ουσιαστικά καταδεικνύουν τη φερεγγυότητα μιας τράπεζας, καθώς και τη δυνατότητά της να ανταπεξέλθει σε μειώσεις της αξίας του ενεργητικού, δηλαδή σε μία δυνητική περίπτωση χρεοκοπίας.

Οι τράπεζες δημιουργούν κέρδη μέσω της διαδικασίας του μετασχηματισμού του ενεργητικού, δηλαδή δανειζόμενες φθηνά-βραχυχρόνια και δανείζοντας ακριβά-μακροχρόνια. Για να το επιτύχουν αυτό οι τράπεζες, ακολουθούν 4 βασικές τακτικές διαχείρισης:

1ον) Τη διαχείριση της ρευστότητας των περιουσιακών στοιχείων της τράπεζας με σκοπό να ισοσταθμίζουν τις υποχρεώσεις σε καταθέσεις (liquidity management), έτσι ώστε να μην υφίσταται κίνδυνος κατάρρευσης, εάν οι καταθέτες αποφασίσουν να κινηθούν σε μαζικές αναλήψεις από τους καταθετικούς λογαριασμούς τους.

2ον) Τη διαχείριση του επιπέδου του ρίσκου που είναι εκτεθειμένες, μέσω της διαφοροποίησης του κινδύνου του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων τους και επενδύοντας σε χρεόγραφα, οι εκδότες των οποίων έχουν χαμηλές πιθανότητες χρεοκοπίας (asset management).

3ον) Την εύρεση νέων πηγών χρηματοδότησης και προϊόντων, με υψηλή ρευστότητα και με χαμηλό κόστος (liability management) και

4ον) Τη σωστή διαχείριση του ποσού του κεφαλαίου που πρέπει να διατηρούν ως καθαρή θέση (capital adequacy management) προκειμένου να μειώνουν τις πιθανότητες πτώχευσης, να διατηρούν τα κεφάλαια που επιβάλλει η νομοθεσία και να διανέμουν μερίσματα στους μετόχους (equity holders).

Σημαντικοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζει μία τράπεζα αποτελούν ο πιστωτικός κίνδυνος (credit risk) και ο κίνδυνος επιτοκίου (interest rate risk).



Ο πιστωτικός κίνδυνος αναφέρεται στην πιθανότητα ο δανειζόμενος να μην εξυπηρετήσει το δάνειο το οποίο έχει λάβει, είτε διότι αδυνατεί λόγω πτωχεύσεως ή παροδικής αδυναμίας, είτε διότι παρότι μπορεί, δε θέλει.

Η διοίκηση της τράπεζας για να μειώσει τον πιστωτικό κίνδυνο:

- προσπαθεί να ελέγχει και να παρακολουθεί τα οικονομικά μεγέθη των εταιριών που δανειοδοτεί.
- επιλέγει να εξειδικευτεί στη παροχή δανείων σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε έναν συγκεκριμένο επιχειρηματικό κλάδο, έτσι ώστε να μπορεί να έχει ένα μέτρο σύγκρισης των οικονομικών μεγεθών που αναλύει,
- ελέγχει την πρότερη συνεργασία με τον δανειζόμενο και το πως εξελισσόταν αυτή, προκειμένου να αξιολογήσει την αξιοπιστία του,
- προσπαθεί να χτίσει μακροχρόνιες σχέσεις με τους εμπορικούς πελάτες της εκδίδοντάς δάνεια, ανά τακτά χρονικά διαστήματα βασιζόμενα στις προσωπικές ανάγκες τους.
- χρησιμοποιώντας ορθολογικά κριτήρια στη χορήγηση δανείων.

Ο κίνδυνος επιτοκίου προέρχεται από τις μεταβολές των επιτοκίων, σε συνδυασμό με τη διαφορετική διάρκεια των στοιχείων του ενεργητικού από τα στοιχεία του παθητικού. Σε περίπτωση που τα στοιχεία του παθητικού είναι πιο ευαίσθητα από τα στοιχεία του ενεργητικού, τότε μία πιθανή μείωση του επιτοκίου θα αυξήσει τα κέρδη της τράπεζας, όμως μία πιθανή αύξηση του επιτοκίου θα μειώσει τα κέρδη της, με κίνδυνο η τράπεζα εάν δεν έχει διαχειριστεί σωστά τα περιουσιακά στοιχεία της, να είναι πιθανό να αντιμετωπίσει το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας.

Οι τράπεζες προκειμένου να γνωρίζουν το ποσοστό έκθεσής τους στον κίνδυνο επιτοκίου χρησιμοποιούν 2 αναλύσεις:

A) Την ανάλυση του «κενού» (gap), σύμφωνα με την οποία αφαιρούν την αξία



των ευαίσθητων σε αλλαγές του επιτοκίου των στοιχείων του παθητικού από τα αντίστοιχα στοιχεία του ενεργητικού και

Β) Την ανάλυση της «διάρκειας» (duration), σύμφωνα με την οποία μετριέται η ευαισθησία της αγοραίας αξίας όλων των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού, επί της αλλαγής του επιτοκίου, παρατηρώντας ουσιαστικά την αλλαγή της καθαρής θέσης της τράπεζας.

Η έκθεση στον κίνδυνου του επιτοκίου αντιμετωπίζεται μέσω της αγοράς των παραγώγων.

3.2. Αποτίμηση Τραπεζών

Μετά την ανωτέρω ανάλυση, παρατηρούμε ότι είναι πολύ δύσκολο να απαντήσουμε στο ερώτημα του ποια είναι η πραγματική αξία μίας τράπεζας.

Αρχικά θα μπορούσαμε να υπολογίσουμε την αξία μιας τράπεζας, με τον απλοϊκό-παραδοσιακό τρόπο του υπολογισμού της καθαρής θέσης της τράπεζας, αφαιρώντας την αξία του παθητικού της, από την αξία του ενεργητικού της.

Όμως, μόλις αντιληφθούμε ότι τα στοιχεία που απαρτίζουν το ενεργητικό αποτιμώνται στην πραγματική τους αξία (αξία διαπραγματεύσεως) και τα στοιχεία του παθητικού αποτιμώνται στην ονομαστική τους, ενώ κάποιες επενδύσεις σε αξιόγραφα αποτιμώνται σε αγοραίες αξίες, που διαφέρουν συχνά από την αξία κτήσης τους, θα καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι η ασυμμετρία στις αποτιμήσεις των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, καθώς και η δυσκολία στην αποτίμηση της αξίας των εκτός ισολογισμού διαπραγματεύσεων μίας τράπεζας, καθιστούν ιδιαίτερα δύσκολη, όχι μόνο την εκτίμηση της αναμενόμενης-μελλοντικής αξίας της καθαρής θέσης μίας τράπεζας, αλλά και της τρέχουσας αξίας.

Μία ακριβέστερη προσέγγιση της εκτίμησης της παρούσας αξίας των μελλοντικών εισροών από δάνεια και καταθέσεις θα μπορούσε να επιτευχθεί εάν



εκτιμηθεί ο ρυθμός ανάπτυξης του ΑΕΠ, ο οποίος επηρεάζει αναλογικά την αξία και τον όγκο των καταθέσεων και των δανείων και ο πληθωρισμός, ο οποίος επηρεάζει και αυτός αναλογικά την ονομαστική αξία των καταθέσεων και των δανείων, άρα και την εκτίμηση για τα μελλοντικά έσοδα από αυτά. Σε περίπτωση αύξηση του πληθωρισμού θα αυξηθεί η ονομαστική αξία των δανείων και των καταθέσεων με αποτέλεσμα τη μείωση της καθαρής θέσης της τράπεζας, λόγω της αύξησης των υποχρεωτικών διαθεσίμων που απαιτείται να κατέχει, αλλά και της φορολογικής επιβάρυνσης που θα δεχτεί, λόγω της αύξησης της ονομαστικής και όχι της πραγματικής αξίας των εσόδων της.

Όπως μία αλλαγή του επίπεδο του πληθωρισμού θα επιφέρει αλλαγή στην αξία όλων των στοιχείων του ισολογισμού, αντίστοιχα και μία αλλαγή στο επίπεδο των ονομαστικών επιτοκίων σχετίζεται αρνητικά με την παρούσα αξία των στοιχείων των δανείων και θετικά με την παρούσα αξία των καταθέσεων, δηλαδή μία αύξηση του επιπέδου του ονομαστικού επιτοκίου θα επιφέρει μεγαλύτερο αναμενόμενο κέρδος από τις καταθέσεις και μικρότερο από τα δάνεια.

Επιπρόσθετα μία ακόμη παράμετρος στην εκτίμηση της αξίας μίας τράπεζας αποτελεί η ύπαρξη η μη οικονομικών κλίμακος και φάσματος, όπου μπορούν να μειώσουν το οριακό και λειτουργικό κόστος παραγωγής των τραπεζικών προϊόντων.

Οι αγοραπωλησίες παράγωγων χρηματοοικονομικών προϊόντων, η έκδοση εγγυητικών επιστολών, οι τιλοποιήσεις, η διαμεσολάβηση στη δευτερογενή αγορά ομολόγων και μετοχών, οι υπηρεσίες καταπιστευμάτων, η διαχείριση τίτλων για θεσμικούς ή ιδιώτες επενδυτές, οι συμβουλευτικές υπηρεσίες προς τρίτους και τα δάνεια με ανοιχτές γραμμές πίστωσης αποτελούν συναλλαγές, οι οποίες δεσμεύουν νομικά την τράπεζα να προβεί σε συγκεκριμένες ενέργειες μόνο και εφόσον εκπληρωθούν συγκεκριμένες προϋποθέσεις και επειδή οι προμήθειες γι' αυτές τις συναλλαγές εισπράττονται κανονικά αλλά οι συγκεκριμένες προϋποθέσεις είναι αβέβαιο ότι θα εκπληρωθούν, δεν καταγράφονται στον ισολογισμό της τράπεζας και ονομάζονται πράξεις εκτός ισολογισμού.



Οι δραστηριότητες εκτός ισολογισμού επηρεάζουν άμεσα και ακαριαία τη μελλοντική κερδοφορία μίας τράπεζας, καθώς και τον κίνδυνο πτώχευσης της, με πρόσφατο παράδειγμα τη χρηματοοικονομική κρίση του 2007, όπου η έκθεση αμερικάνικων τραπεζών σε τοξικά ομόλογα (τιτλοποιήσεις στεγαστικών δανείων σε διαπραγματεύσιμες ομολογίες), οδήγησε ουσιαστικά στην ακαριαία πτώχευσης τους.

Στη αντικειμενική δυσκολία της αποτίμησης της πραγματικής τρέχουσας και μελλοντικής αξίας της καθαρής θέσης μίας τράπεζας, εάν συμπεριλάβουμε και το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου που εμφανίζεται από τις διοικήσεις των τραπεζών, ο οποίες έχουν κίνητρο να αναλάβουν το ρίσκο και να εμπλακούν σε επικίνδυνα χρηματοοικονομικά προϊόντα, προκειμένου να επιτύχουν μεγαλύτερες αποδόσεις, αλλά και να αποκρύψουν την πραγματική εικόνα της οικονομικής κατάστασης της τράπεζας, μόνο μετά των έλεγχο της αυθεντικότητας των λογιστικών στοιχείων και των οικονομικών καταστάσεων μιας τράπεζας, από τις εποπτικές αρχές θα μπορεί κάποιος να βγάλει ασφαλή συμπεράσματα για την αποτίμηση των οικονομικών στοιχείων μίας τράπεζας.

3.3. Αριθμοδείκτες

Η σημαντικότητα του ρόλου της παρουσίας των τραπεζών στο χρηματοοικονομικό σύστημα δεν επιδέχεται αμφισβήτησης, όμως αμφισβήτηση επιδέχονται τα οικονομικά στοιχεία που δημοσιοποιούν στους ισολογισμούς τους.

Παρόλο που έχουν διαφορετικά συμφέροντα, καταθέτες, επενδυτές-χρηματοδότες, επενδυτές-μέτοχοι, εποπτικές αρχές ενδιαφέρονται το ίδιο για το ποια είναι η πραγματική κατάσταση μιας τράπεζας, ενώ η διοίκηση της τράπεζας προσπαθεί να ευχαριστήσει όλους τους ανωτέρω, με αποτέλεσμα να εμφανίζεται το πρόβλημα του *principal agent*, λόγω της ανάληψης υπερβολικών κινδύνων.

Ακόμη, οι αλλαγές που μπορεί να λάβουν χώρα στο θεσμικό πλαίσιο μίας χώρας, στις διεθνείς χρηματαγορές και γενικότερα στο παγκοσμιοποιημένο οικονομικό περιβάλλον είναι ιδιαίτερα ραγδαίες και εκθέτουν τις τράπεζες σε μια σειρά από κινδύνους, μπορούν να καταστήσουν εν μια νυκτί αμφίβολη την προοπτική των



οικονομικών μεγεθών τους.

Προκειμένου λοιπόν ο οποιοσδήποτε ενδιαφερόμενος, αλλά και οι ίδιες οι διοικήσεις των τραπεζών να εκτιμούν την παρούσα κατάσταση καθώς και την προοπτική των οικονομικών μεγεθών μιας τράπεζας, έχουν καταρτιστεί σχέσεις λογιστικής και στατιστικής προέλευσης μεγεθών, οι οποίοι ονομάζονται αριθμοδείκτες και θα πρέπει να αναλύονται είτε ξεχωριστά, είτε συνδυαστικά, είτε σε σχέση με παλαιότερα αποτελέσματα τους, ενώ αρκετές φορές δεν αποτελούν αποδείξεις, αλλά μόνο ενδείξεις. Για το λόγο αυτό η ανάλυση των δεικτών περιλαμβάνει δύο προσεγγίσεις, τη διαστρωματική και τη διαχρονική ανάλυση.

Οι εποπτικές αρχές των ΗΠΑ, έχουν ομαδοποιήσει αυτούς τους δείκτες στο επονομαζόμενο σύστημα CAMELS, τα γράμματα του οποίου αντιστοιχούν στους κατωτέρω όρους:

Capital (το κεφάλαιο)

Οι Δείκτες αυτής της κατηγορίας αντανakλούν την ικανότητα της τράπεζας να απορροφήσει πιθανές ζημιές και παρέχουν ενδείξεις σχετικά με το κατά πόσο η εξεταζόμενη τράπεζα διαθέτει κεφαλαιακή επάρκεια, μέσω των δεικτών εποπτικών κεφαλαίων, Tier I και Tier II, όπως αυτοί προέκυψαν από τη Συνθήκη Βασιλείας. Όσο αυξάνεται ο λόγος του συνολικού εποπτικού κεφαλαίου προς το σταθμισμένο ως προς τον κίνδυνο ενεργητικό της τράπεζας (άνω του 8%), που αποτελεί το άθροισμα των δύο αυτών Δεικτών, τόσο θεωρούμε ότι μεγαλώνει και η δυνατότητα εξυπηρέτησης δυνητικών ζημιών.

Assets (η ποιότητα του ενεργητικού)

Οι Δείκτες Ποιότητας Ενεργητικού παρέχουν ενδείξεις για την ποιότητα του Ενεργητικού, και επομένως για το κατά πόσο μια υγιής και φερέγγυα τράπεζα, θα διατηρήσει την φερεγγυότητά της σε βάθος χρόνου. Λαμβάνονται υπόψη και για την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου που ενέχουν τα εκτός Ισολογισμού στοιχεία, όπως είναι οι συμφωνίες δανειοδότησης και τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα και τονίζουν ότι τα προβλήματα μη εξυπηρέτησεως δανείων συνήθως δεν εμφανίζονται



άμεσα, αλλά κάποια χρόνια μετά την χορήγησή τους. Τέλος, η αξιοπιστία των Δεικτών Κεφαλαίου εξαρτάται από την αξιοπιστία των συγκεκριμένων Δεικτών.

Management (Διοίκηση)

Οι Δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι ποιοτικοί και καταδεικνύουν ότι για την κερδοφορία μιας επιχείρησης απαιτείται η παρουσία μίας αποτελεσματικής Διοίκησης.

Earnings (Αδιανέμητα Κέρδη)

Καθώς μία μη επικερδής επιχείρηση κινδυνεύει με πτώχευση, είναι σημαντικό να παρατηρεί τους Δείκτες Αδιανέμητων Κερδών, προκειμένου να μπορεί να βασίζεται σε αυτά σε περίπτωση που δεν έχει άλλη εναλλακτική για την αποπληρωμή των υποχρεώσεών της.

Ωστόσο, ασυνήθιστα υψηλή κερδοφορία μπορεί να σημαίνει υπερβολική ανάληψη κινδύνου, κάτι το οποίο είναι επίφοβο.

Liquidity (Ρευστότητα)

Οι Δείκτες Ρευστότητας διασφαλίζουν ότι η τράπεζα έχει τα απαραίτητα ρευστά διαθέσιμα ώστε να καλύπτει τις ανισορροπίες μεταξύ των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, και των μακροχρόνιων απαιτήσεών της, αλλιώς μπορεί να οδηγηθεί σε κατάρρευση, όσο υγιής και αξιόπιστης μπορεί να θεωρηθεί μέχρι εκείνη τη στιγμή.

Sensitivity to market risk (Ευαισθησία)

Οι Δείκτες της κατηγορίας αυτής μετρούν την ευαισθησία - ελαστικότητα των στοιχείων του Ισολογισμού στις μεταβολές των επιτοκίων, αναλύοντας ως κυριότερη μεταβλητή τη σταθμισμένη μέσης διάρκεια των στοιχείων του ενεργητικού, του παθητικού (Duration).

Οι αριθμοδείκτες χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση και την προοπτική των τραπεζών, όπου γι' αυτό επίσης, ιδιαίτερο ρόλο διαδραματίζει το θεσμικό πλαίσιο της κάθε χώρας, το οποίο προσπαθεί πρωτίστως να δώσει κίνητρα στους διοικούντες τις τράπεζες για την αποφυγή υπερβολικών κινδύνων και δευτερευόντως βασίζεται στην καταστολή, στην επιβολή κυρώσεων, σε όσες τράπεζες αναλαμβάνουν τέτοιους



κινδύνους.

3.4. Βασικές Αρχές του Θεσμικού Πλαισίου

Στα προηγούμενα κεφάλαια αναφέρθηκαν εκτενώς σημαντικές λεπτομέρειες του χρηματοοικονομικού "παιχνιδιού", δίχως όμως να σταθούμε στους κανόνες του, οι οποίοι αποτελούν το θεσμικό πλαίσιο μέσα στο οποίο εξελίσσονται όλες οι χρηματοοικονομικές δραστηριότητες και διαφέρει από κράτος σε κράτος, ανάλογα με τη φύση της οικονομίας του κάθε κράτους, εάν δηλαδή είναι τραπεζοκεντρική ή αγορακεντρική, δηλαδή εάν οι επιχειρήσεις αναζητούν τη χρηματοδότησή τους μέσω του τραπεζικού συστήματος ή απευθείας από την αγορά, αλλά και του επιπέδου της οικονομικής κατάστασης της κάθε χώρας.

Προκειμένου να διασφαλιστεί ένα κλίμα εμπιστοσύνης και αξιοπιστίας, το οποίο αποτελεί βασική προϋπόθεση για την εύρυθμη λειτουργία μίας οικονομίας στο σύνολό της, οι ρυθμιστικές- εποπτικές αρχές σε κάθε χώρα επιβάλλουν συγκεκριμένους κανονισμούς στη λειτουργία του χρηματοοικονομικού τους συστήματος για τρεις κυρίως λόγους:

- α) την παροχή αξιόπιστων πληροφοριών στους χρηματοδότες,
- β) τη διασφάλιση της σταθερότητας του χρηματοοικονομικού συστήματος και την αποφυγή κρίσεων και
- γ) τη μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής.

Συγκεκριμένα, οι κυβερνήσεις παρεμβαίνουν ρυθμιστικά στη λειτουργία των αγορών και των χρηματοοικονομικών διαμεσολαβητών επιβάλλοντάς τους συγκεκριμένες συμπεριφορές ή απαγορεύσεις, μέσω της θέσπισης νομοθετικών, διοικητικών και κανονιστικών διατάξεων, ενώ με τη διαδικασία της εποπτείας παρακολουθούν τη συμμόρφωση ή μη των φορέων παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, ως προς το κανονιστικό πλαίσιο που έχουν θέσει.

Αναλυτικότερα οι ρυθμιστικές αρχές υποχρεώνουν τις επιχειρήσεις να



δημοσιοποιούν ανά τακτά χρονικά διαστήματα τις οικονομικές τους καταστάσεις, οι οποίες είναι όσο το δυνατόν αντικειμενικές, λόγω της υποχρεωτικής εφαρμογής κοινών λογιστικών προτύπων, αλλά και των αυστηρών ποινών που έχουν θεσμοθετήσει και αποτρέπουν τις παραποιήσεις τους.

Με αυτόν τον τόπο επιτυγχάνεται η εξάλειψη του principal agent problem, όπου οι διοικήσεις των επιχειρήσεων και των τραπεζών αποτρέπονται να πράξουν ριψοκίνδυνα και μη συνετά, ή ενάντια των συμφερόντων των μετόχων που αντιπροσωπεύουν, ενώ επιπρόσθετα, μέσω του πτωχευτικού κώδικα διασφαλίζονται τα συμφέροντα των δανειστών και των επενδυτών.

Παράλληλα, επειδή τα στρεβλά κίνητρα των διοικήσεων των τραπεζών μπορούν να οδηγήσουν σε τραπεζικό πανικό, λόγω της αβεβαιότητας της βιωσιμότητας και του κινδύνου πτώχευσης που μπορεί να έχει οδηγήσει η ανάληψη υπέρμετρων κινδύνων από τη διοίκηση μιας τράπεζας, οι κυβερνήσεις επιβάλλουν αυστηρούς περιορισμούς στις δραστηριότητες και τις συναλλαγές των τραπεζών, καθώς και στην κεφαλαιακή τους επάρκεια, όπως την υποχρεωτική διακράτηση ρευστών διαθεσίμων, ως ποσοστό του μεγέθους του ενεργητικού τους και ως ποσοστό του σταθμισμένου κινδύνου του ενεργητικού τους.

Ως έσχατο μέσο, οι κυβερνήσεις χρησιμοποιούν την εγγύηση των καταθέσεων, διασφαλίζοντας τις αποταμιεύσεις των μικροκαταθετών επί τω πλείστον, δυστυχώς όμως, αυτό το μέτρο λειτουργεί ουσιαστικά ως δίκοπο μαχαίρι, διότι εντείνει το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου μιας και η παροχή ρευστότητας ή η κρατικοποίηση αποτελούν ουσιαστικά ασφάλεια του κράτους προς τις τράπεζες, δίχως κανένα κόστος γι' αυτές.

Οι εποπτικές αρχές δεν παρεμβαίνουν μόνο στην αποφυγή του υψηλού ρίσκου των επενδύσεων μίας τράπεζας και στη διασφάλιση της βιωσιμότητας και της κερδοφορίας της, αλλά είναι υπεύθυνες για τη δημιουργία ενός αποδοτικού τραπεζικού συστήματος, μέσω του υγιούς ανταγωνισμού, τις συνθήκες για τον οποίο θέτουν μέσω των κανόνων διαφοροποίησης του κινδύνου των χαρτοφυλακίων και την αδειοδότηση



νέων φορέων παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

Η εφαρμογή των ανωτέρω κανόνων εξασφαλίζεται μέσω της εποπτείας και της επίβλεψης των τραπεζών, όπου μέσω των stress test, τον έλεγχο των οικονομικών καταστάσεων, τη παρακολούθηση των ρευστότητας και της κεφαλαιουχικής τους επάρκειας, οι εποπτικές αρχές με τη συνδρομή πολλές φορές ανεξάρτητων ελεγκτικών οργανισμών, εξαλείφουν τα προβλήματα της ασύμμετρης πληροφόρησης και διασφαλίζουν τις συνθήκες ήρεμης και εύρυθμης λειτουργίας του χρηματοοικονομικού συστήματος.

Τέλος το θεσμικό πλαίσιο από μόνο του δε διασφαλίζει τίποτα, δίχως τη βούληση της κυβερνητικής εξουσίας, η οποία συνήθως δημιουργεί συνθήκες διαφθοράς, παράγοντες περιοριστικούς στην προσέλκυση επενδύσεων, στην ανταγωνιστικότητα της οικονομίας ενός κράτους και εν γένει στην οικονομική του ανάπτυξη.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο

"ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΡΙΣΕΙΣ - ΤΡΑΠΕΖΙΚΕΣ & ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΕΣ"

4.1. Εισαγωγή

Οποιαδήποτε αναδρομή επιχειρηθεί από κάποιον στα ιστορικά γεγονότα, ειδικότερα του τρέχοντος και του προηγούμενου αιώνα, θα παρατηρήσει ότι οι χρηματοοικονομικές κρίσεις στιγμάτισαν δεκαετίες, οικονομίες, έθνη και άλλαξαν το ρου της μέχρι τότε ιστορίας, με αποτελέσματα συνήθως πιο δυσμενή και από αυτά, ενός πολέμου.

Παρόλο που δεν έχει καθοριστεί ένας γενικός ορισμός σχετικά με τις χρηματοοικονομικές κρίσεις, οι κατηγορίες βάσει των αιτιών που τις προκαλούν είναι αρκετά σαφείς και στην παρούσα διπλωματική εργασία θα επικεντρωθούμε στα δύο κυριότερα είδη χρηματοοικονομικών κρίσεων:

- τις τραπεζικές κρίσεις, που ονομάζονται τα φαινόμενα της μαζικής απόσυρσης καταθέσεων και οι κρίσεις πανικού των αγορών και αποτελούν κρίσεις που διαδέχονται την πτώχευση μίας ή περισσοτέρων τραπεζών και οδηγούν σε τεράστια προβλήματα ρευστότητας και
- τις νομισματικές κρίσεις, που ονομάζονται οι υποτιμήσεις των εγχώριων νομισμάτων των χωρών των οποίων το νόμισμα δέχτηκε κερδοσκοπικές πιέσεις, επηρεάζοντας την σε εγχώριο νόμισμα αξία περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων που είναι σε ξένο νόμισμα και ζημιώνουν οποιοδήποτε οικονομικό παράγοντα έχει εκτεθεί στο συναλλαγματικό κίνδυνο.

Οι ανωτέρω χρηματοοικονομικές κρίσεις εμφανίζονται ακαριαία, αναπτύσσονται ραγδαία και προκαλούν μεγάλη ύφεση στις οικονομίες που πλήττουν, παρόλο που οι αρμόδιοι φορείς τις περισσότερες φορές εντοπίζουν τα σημάδια εμφάνισής τους, αλλά τα παραβλέπουν.



4.2. Το Κόστος των Κρίσεων

Με παράδειγμα τις επιπτώσεις της τρέχουσας χρηματοοικονομικής κρίσης που βιώνουμε σήμερα, εύκολα αντιλαμβάνεται κανείς ότι οι κυριότεροι λόγοι που καθιστούν αυτού του είδους τις κρίσεις ιδιαίτερα επικίνδυνες είναι το μεγάλο κόστος που συνεπάγονται σε οικονομικό και οπωσδήποτε σε κοινωνικό επίπεδο, η μεγάλη χρονική διάρκεια των επιπτώσεων αυτών και το δυνητικά τεράστιο γεωγραφικό εύρος της μόλυνσης, η οποία είναι ικανή να προσβάλει τις οικονομίες πολλών κρατών και όχι μόνο ενός.

Το κόστος των κρίσεων είναι πολυδιάστατο και πολυεπίπεδο και συνίσταται από:

- το κόστος διάσωσης μίας επιχείρησης από τη χρεοκοπία, η οποία σε περίπτωση χρήσης δημοσίου χρήματος, γίνεται σε βάρος των φορολογουμένων και συντελεί στην επιδείνωση του δημοσίου ελλείμματος,
- από τη μείωση του ρυθμού ανάπτυξης, όπου οι επιχειρήσεις μειώνουν την παραγωγικότητά τους λόγω του σοβαρού προβλήματος της χρηματοδότησης που αντιμετωπίζουν,
- την αναποτελεσματική - χαλαρή νομισματική πολιτική, που οδηγεί σε πληθωριστικές πιέσεις και εξασθένηση της εμπιστοσύνης των ξένων επενδυτών
- και τελικά την επιδείνωση της "αντίθετης επιλογής", μιας και οι λιγότεροι αναξιόπιστοι επενδυτές είναι οι μοναδικοί που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν υψηλά επιτόκια, προκειμένου να δανειστούν.

4.3. Η διάδοση των κρίσεων

Συνήθως μια κρίση επεκτείνεται σε άλλους τομείς της οικονομικής αλλά και κοινωνικής ζωής μέσω του εμπορίου και των χρηματοοικονομικών- επενδυτικών προϊόντων. Το πλέον χαρακτηριστικό παράδειγμα διάχυσης μιας κρίσης, είναι η πρόσφατη χρηματοοικονομική κρίση, που αρχικά ξεκίνησε από τον κτηματομεσιτικό τομέα των ΗΠΑ και σταδιακά επεκτάθηκε στις χρηματαγορές τόσο της Αμερικής, όσο



και στην παγκόσμια κεφαλαιαγορά (κατά κύριο λόγο διαμέσου των νέων επενδυτικών προϊόντων, τα λεγόμενα «τοξικά ομόλογα»), με καταστρεπτικές συνέπειες για το παγκόσμιο γίνεσθαι.

Όλες οι χρηματοοικονομικές κρίσεις εκτυλίσσονται σε τέσσερα βασικά στάδια, την εκκόλαψη, το ξέσπασμα, τη διάχυση και την κατάληξη.

Το αρχικό στάδιο της εκκόλαψης αποτελεί μία περίοδο δημιουργίας και διόγκωσης διαφόρων ανισορροπιών, οι οποίες μπορεί να οφείλονται είτε σε μικροοικονομικούς, (π.χ υπερδανεισμός σε ξένο και εγχώριο νόμισμα, υπερπληθωρισμός, αντιπληθωρισμός, «φούσκες», κ.τ.λ), είτε σε μακροοικονομικούς παράγοντες (π.χ μεγάλο έλλειμμα του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών, έκθεση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων σε διάφορους κινδύνους) και μόλις οι ανισορροπίες διογκωθούν η κρίση μπαίνει στο δεύτερο στάδιο, στο ξέσπασμα.

Στο επόμενο στάδιο, τη διάχυση, η κρίση διαχέεται σε όλους τους τομείς της οικονομίας (σε άλλα πιστωτικά ιδρύματα, στα νοικοκυριά - επηρεάζοντας την ζήτησή τους και τις αποταμιεύσεις τους, την απασχόληση, στο επενδυτικό κοινό και μια σειρά άλλων φορέων και θεσμών), όπου συνήθως επιδεινώνουν το πρόβλημα, οι μηχανισμοί ανάδρασης των Αρχών, ενώ οι προσδοκίες το καθιστούν μη αναστρέψιμο. Μετά το αποκορύφωμά της, η κρίση μπαίνει στο τέταρτο στάδιο, την κατάληξη, όπου λαμβάνονται ρυθμιστικά μέτρα, εκτιμάται το μέγεθος και η κρισιμότητα των απωλειών, αποζημιώνονται οι «πληγέντες», καθώς και υιοθετούνται στρατηγικές, προκειμένου να μην επαναληφθεί η ίδια εμπειρία στο μέλλον.

Οι διάφορες μορφές κρίσεων συνήθως έχουν κοινά αίτια, με αποτέλεσμα τις περισσότερες φορές να εμφανίζονται ταυτόχρονα ή η μια μορφή κρίσης να συνεπάγεται την άλλη.

Μέχρι και τη δεκαετία του 1970 δεν υπήρχε προσδιορισμένη στενή σχέση μεταξύ των δύο αυτών μορφών κρίσης, αλλά από τη δεκαετία του 1980 και έπειτα, όπου άρχισε να λαμβάνει χώρα η απελευθέρωση του χρηματοοικονομικού συστήματος και άρθηκαν



οι περιορισμοί στον προσδιορισμό των επιτοκίων και στην διακίνηση κεφαλαίων, η ταυτόχρονη εκδήλωση τραπεζικής και συναλλαγματικής κρίσης, οι λεγόμενες «δίδυμες κρίσεις» ήταν ένα συχνό φαινόμενο.

Μία τραπεζική κρίση, προκειμένου να θεωρηθεί συστημική, θα πρέπει να πληροί δύο συνθήκες:

α) μεγάλη οικονομική δυσχέρεια στο τραπεζικό σύστημα (μαζική απόσυρση καταθέσεων, μεγάλες απώλειες, εκκαθαρίσεις τραπεζών)

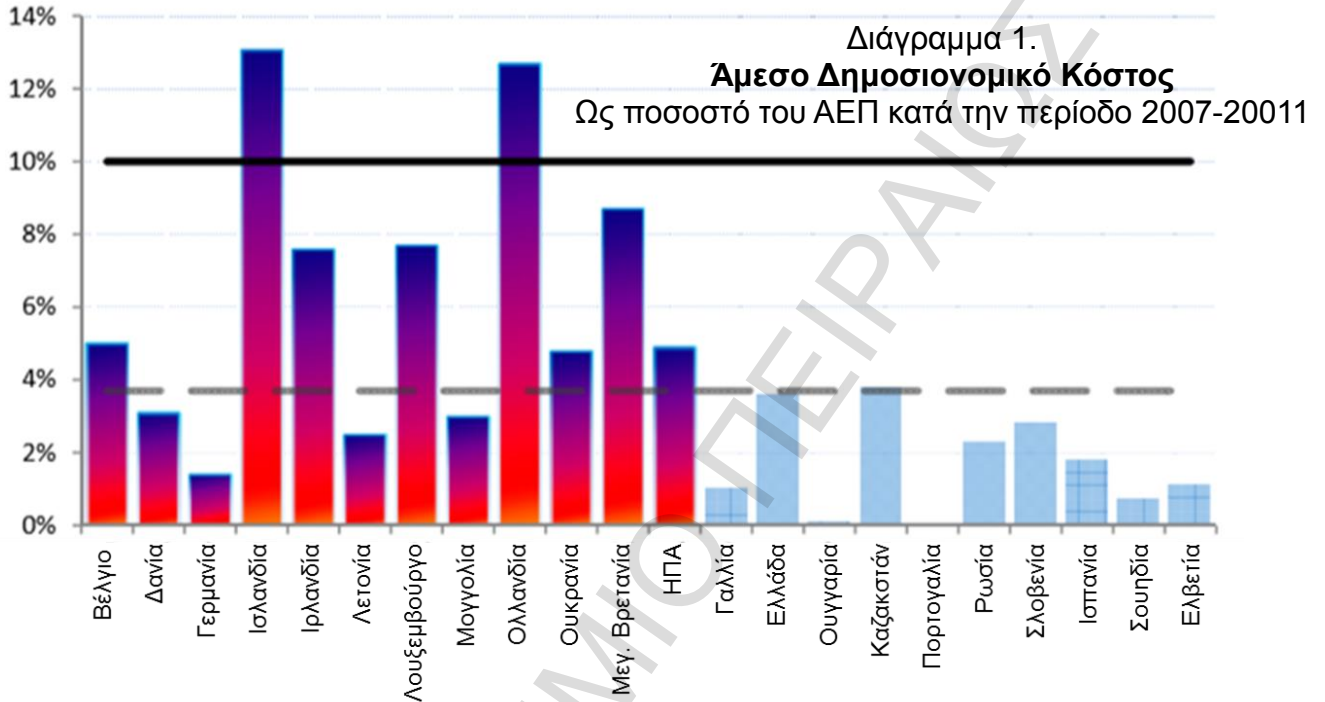
β) σημαντικές παρεμβάσεις εκ μέρους των κυβερνητικών και νομισματικών αρχών, όπως:

- παροχή ρευστότητας (όταν ο λόγος των απαιτήσεων της Κ.Τ έναντι των τραπεζών προς καταθέσεις και ξένες υποχρεώσεις υπερβαίνει το 5% και διπλασιάζεται σε σχέση με το προ κρίσης επίπεδο),
- σημαντικό κόστος αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος (πχ κόστος ανακεφαλαιοποίησης τραπεζών), όταν οι καθαρές δημοσιονομικές δαπάνες προς αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα υπερβαίνουν το 3% του ΑΕΠ. Εξαιρούνται οι αγορές περιουσιακών στοιχείων και η άμεση παροχή ρευστότητας από την Κ.Τ.,
- σημαντικές εθνικοποιήσεις συστημικών τραπεζών ή πλειοψηφική κρατική συμμετοχή στα κεφάλαια ιδιωτικών τραπεζών,
- παροχή κρατικών εγγυήσεων στα στοιχεία παθητικού των τραπεζών, πχ. πλήρης προστασία ή επέκταση των εγγυήσεων σε άλλα στοιχεία του παθητικού, πέραν των καταθέσεων,
- σημαντικές αγορές στοιχείων ενεργητικού εκ μέρους της Κ.Τ. > 5% του ΑΕΠ,
- πάγωμα των καταθέσεων,
- αργία των τραπεζών,

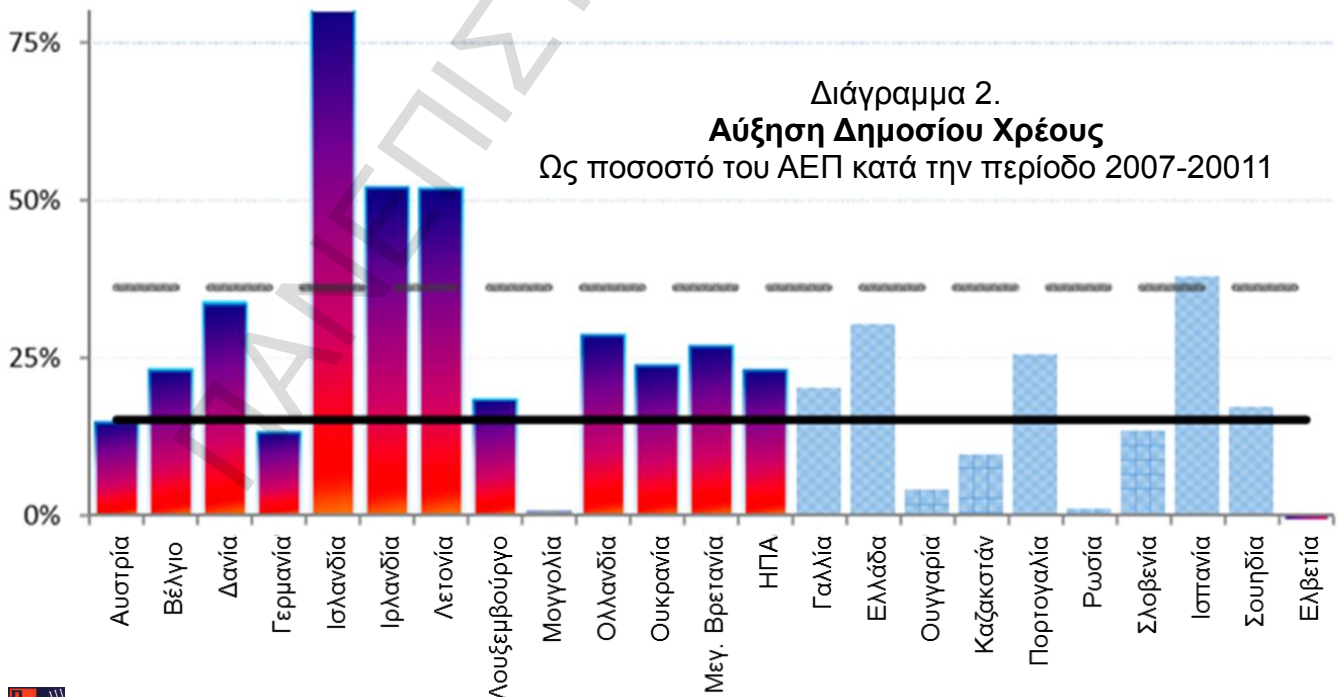
ενώ, επίσης διακρίνουμε τρία στοιχεία κόστους:



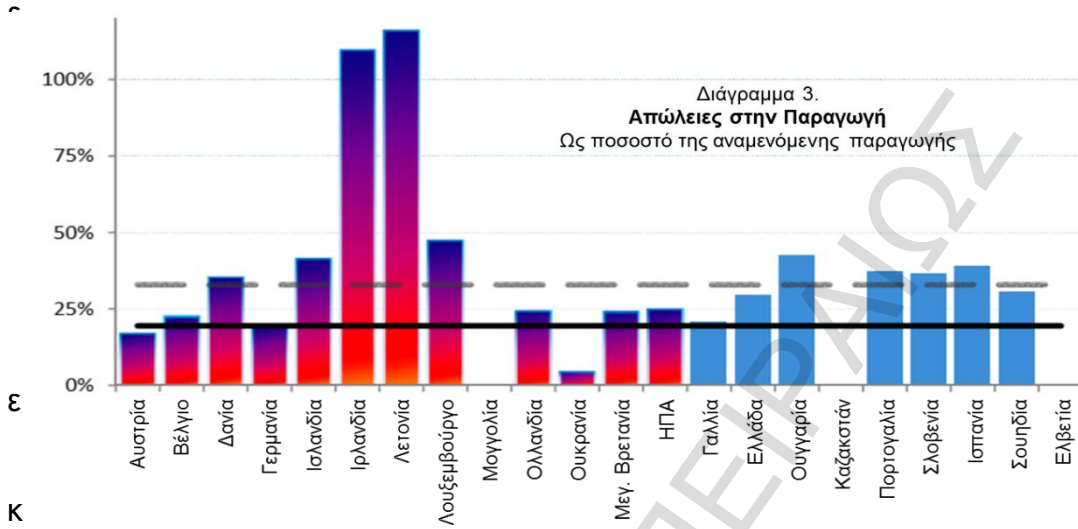
- άμεσο δημοσιονομικό κόστος: το μέσο άμεσο δημοσιονομικό κόστος της κρίσης 2007-2009 (παροχή ρευστότητας και ανακεφαλαιοποίηση) που σχετίζεται με την αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού τομέα, υπολογίζεται περίπου στο 5% του ΑΕΠ, περίπου στο ήμισυ του ιστορικού μέσου του 10%.



Οι σκουρόχρωμες μπάρες υποδηλώνουν συστημικές τραπεζικές κρίσεις και οι ανοιχτόχρωμες, ενδοκρατικές κρίσεις. Η μαύρη οριζόντια γραμμή αντιπροσωπεύει τη διάμεσο των επιπτώσεων όλων των κρίσεων πριν το 2007, ενώ η γκρι διακεκομμένη αντιπροσωπεύει τη διάμεσο των επιπτώσεων των κρίσεων που έπληξαν τα κράτη με υψηλό κατά κεφαλήν εισόδημα, πριν το 2007.

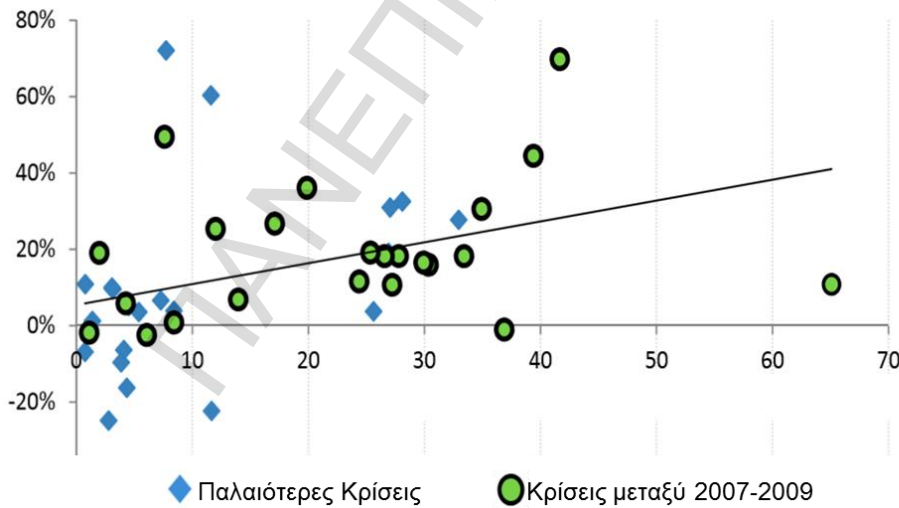


- απώλειες στο ΑΕΠ: ποικίλουν ανάλογα με το μέγεθος του αρχικού shock, τους μηχανισμούς διάδοσής του σε κάθε χώρα και την έκταση των παρεμβάσεων των



υβερνητικών και νομισματικών αρχών. Κατά μέσο όρο, οι μεγαλύτερες απώλειες σημειώθηκαν σε χώρες με μεγαλύτερο χρηματοπιστωτικό τομέα, και δη σε χώρες που έχουν γνωρίσει πρόσφατα μεγάλη επέκταση στο χρηματοπιστωτικό τους σύστημα πριν την κρίση (πχ. Ισλανδία, Ιρλανδία, Λετονία). Οι απώλειες στο ΑΕΠ κυμαίνονται κατά μέσο όρο στο 25% του ΑΕΠ, κατά πέντε ποσοστιαίες μονάδες υψηλότερες σε σχέση με προηγούμενα επεισόδια

Διάγραμμα 4.
Αύξηση στο Δημόσιο Χρέος και στο Άμεσο Δημοσιονομικό Κόστος
Ως ποσοστό του ΑΕΠ



- αύξηση δημοσίου χρέους προς ΑΕΠ: τα έμμεσα μέτρα επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής

Ο άξονας Y δείχνει τη διαφορά μεταξύ της αύξησης του δημοσίου χρέους και του μικτού δημοσιονομικού κόστους, ως ποσοστό του ΑΕΠ. Ο άξονας X δείχνει το πραγματικό κατά κεφαλήν εισόδημα, με μονάδα μέτρησης τα \$2.000.



που εφαρμόστηκαν, προς ενίσχυση του ΑΕΠ και της απασχόλησης, έχουν οδηγήσει σε μέση αύξηση του δημοσίου χρέους κατά 24% του ΑΕΠ (σε σχέση με 16% του ΑΕΠ σε προηγούμενα επεισόδια)

4.4. Οι Συνέπειες των Χρηματοπιστωτικών Κρίσεων

Από τη συγκριτική μελέτη των Reinhart-Rogoff (2009) στην οποία μελετήθηκαν όλες οι μεγάλες χρηματοπιστωτικές κρίσεις του ανεπτυγμένου κόσμου μεταπολεμικά, με ιδιαίτερη έμφαση στις πέντε μεγαλύτερες (Ισπανία 1977, Νορβηγία 1987, Φινλανδία 1991, Σουηδία 1991 και Ιαπωνία 1992), μία σειρά από σημαντικές χρηματοπιστωτικές κρίσεις στις αναπτυσσόμενες χώρες της Ασίας την περίοδο 1997-1998 (Χονγκ-Κονγκ, Ινδονησία, Κορέα, Μαλαισία, Φιλιππίνες, Ταϊλάνδη), η Κολομβιανή κρίση του 1998, η κρίση της Αργεντινής του 2001, ως ιστορικά παραδείγματα, οι κρίσεις της Νορβηγίας (1899) και των ΗΠΑ (1929), καθώς και κάποια πιο πρόσφατα χρηματοπιστωτικά επεισόδια (ΗΠΑ 2007, Ιρλανδία 2007, Ισλανδία 2007, Μ. Βρετανία 2007, Ουγγαρία 2008, Αυστρία 2008), προέκυψε ότι οι συνέπειες των χρηματοπιστωτικών κρίσεων εντοπίζονται στην αγορά ακινήτων, τη χρηματιστηριακή αγορά, την οικονομική δραστηριότητα, την απασχόληση και το δημόσιο χρέος.

Συγκεκριμένα, από τη συγκριτική μελέτη προέκυψαν τα κατωτέρω τρία κοινά χαρακτηριστικά-συνέπειες:

1^ο) Σημαντική και παρατεταμένη κατάρρευση της αγοράς ακινήτων και της χρηματιστηριακής αγοράς.

Παρατηρείται ότι οι τιμές των ακινήτων σημειώνουν πτώση της τάξεως του 35,5 % σε μια διάρκεια 6 ετών μετά το χρηματοπιστωτικό επεισόδιο, ενώ οι τιμές των μετοχών χάνουν το 55,9 % της αξίας τους, πτώση η οποία φαίνεται να διατηρείται για τα επόμενα 3,5 χρόνια. Η μικρότερη διάρκεια της πτωτικής φάσης στη χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να αποδοθεί στο γεγονός ότι οι τιμές των μετοχών είναι πολύ λιγότερο αδρανείς από τις τιμές των ακινήτων. Εντούτοις, σε δύο πιο σύγχρονα επεισόδια (Ισλανδία 2007 και Αυστρία 2008), η πτώση στις τιμές των μετοχών έχει υπερβεί κατά



πολύ το γενικό μέσο όρο (-91% και -69% αντίστοιχα).

2^ο) Μεγάλη πτώση στην παραγωγή και μεγάλη αύξηση της ανεργίας.

Το ποσοστό ανεργίας αυξάνεται κατά μέσο όρο 7 ποσοστιαίες μονάδες τουλάχιστον για τα επόμενα 4,8 έτη από την εμφάνιση της κρίσης, ενώ η παραγωγή συρρικνώνεται πάνω από 9% (μ.ο.) για περίπου 2 έτη.

Όσον αφορά την ανεργία, αν και κανένα επεισόδιο μεταπολεμικά δεν μπορεί να συναγωνιστεί την εκτόξευση της ανεργίας κατά 20% κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης του 1929 στις ΗΠΑ, οι συνέπειες των χρηματοπιστωτικών κρίσεων στο επίπεδο της απασχόλησης είναι εντυπωσιακά μεγάλες σε ορισμένες περιπτώσεις (πχ. Φινλανδία 1991: 14%, Κολομβία 1998: 13%). Ακόμη, αξίζει να σημειωθεί ότι η αγορά εργασίας στις αναδυόμενες αγορές εμφανίζεται πιο ανθεκτική απέναντι στις χρηματοπιστωτικές κρίσεις, σε σύγκριση με τα ανεπτυγμένα κράτη, γεγονός που μπορεί να σχετίζεται με την μεγαλύτερη ευκαμψία (προς τα κάτω) των μισθών και τις ανεπάρκειες στο κοινωνικό δίκτυο προστασίας που παρατηρούνται στις αναδυόμενες αγορές, τα οποία υποβοηθούν τη διατήρηση της απασχόλησης.

Αναφορικά με το ΑΕΠ, το μέγεθος της συρρίκνωσης στην παραγωγή κατά 9,3% είναι εντυπωσιακό, εντούτοις η πτωτική φάση είναι μικρότερη σε διάρκεια (περίπου 2 έτη) σε σύγκριση με τις επιπτώσεις στην απασχόληση. Αυτό πιθανότατα εξηγείται από το γεγονός ότι η μελέτη μετρά τις μεταβολές του εισοδήματος σε απόλυτα μεγέθη και όχι αποκλίσεις από το δυνητικό ΑΕΠ. Παρόλα αυτά, η ύφεση που ακολουθεί μία χρηματοπιστωτική κρίση είναι πιο μακρά σε διάρκεια από μία τυπική υφεσιακή φάση του οικονομικού κύκλου (που συνήθως διαρκεί λιγότερο από ένα έτος) και όπως προκύπτει από τη μελέτη, οι πολυετείς υφέσεις τυπικά απαντώνται σε οικονομίες που χρήζουν σημαντικής αναδιάρθρωσης (πχ. Μ. Βρετανία 1970, Ελβετία 1990 και Ιαπωνία μετά το 1992).

Όπως προκύπτει από τη συγκριτική μελέτη, η μείωση στο πραγματικό ΑΕΠ είναι μικρότερη στις ανεπτυγμένες οικονομίες σε σύγκριση με τις αναπτυσσόμενες, το οποίο



ενδεχομένως οφείλεται στο γεγονός ότι οι δεύτερες είναι πιο επιρρεπείς σε απότομες ανατροπές στη διαθεσιμότητα δανεισμού από το εξωτερικό. «Όταν τα ξένα κεφάλαια σταματήσουν ξαφνικά, η οικονομική δραστηριότητα (κατανάλωση και επενδύσεις) περιέρχεται σε απότομη πτώση» (Calvo, Izquierdo, Loo-Kung 2006).

3^{ον}) Το δημόσιο χρέος εκτοξεύεται σε πραγματικούς όρους.

Όπως προκύπτει από τα σημαντικότερα χρηματοπιστωτικά επεισόδια μεταπολεμικά, το δημόσιο χρέος αυξάνεται κατά 86% (μ.ο.) για τα επόμενα τρία έτη που ακολουθούν την κρίση στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, αύξηση η οποία οφείλεται κατά κύριο λόγο στη μεγάλη μείωση των φορολογικών εσόδων που απορρέει από τη βαθιά και παρατεταμένη συρρίκνωση της παραγωγής και στην εφαρμογή επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής (δημοσίων δαπανών) προς εκτόνωση της ύφεσης, και λιγότερο στις κρατικές ενέργειες διάσωσης και ανακεφαλαιοποίησης του τραπεζικού συστήματος.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο

"ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΧΡΕΟΥΣ – ΛΟΓΙΚΟ ΥΠΟΒΑΘΡΟ"

«Αναδιάρθρωση χρέους αναφέρεται ως η επίσημη αναβολή της εξυπηρέτησης του χρέους και των πληρωμών και η εφαρμογή νέας και εκτεταμένης ληκτότητας του οφειλόμενου ποσού. Αποτελεί ένα μέσο ελάφρυνσης του οφειλέτη μέσω της καθυστέρησης αποπληρωμής των οφειλών του και στην περίπτωση της ευνοϊκής αναδιάρθρωσης, μείωση των υποχρεώσεων εξυπηρέτησης του χρέους»⁵.

Ο βραβευμένος με Νόμπελ, οικονομολόγος Joseph E. Stiglitz με αφορμή την κρίση στις χώρες της Ανατολικής Ασίας, υποστήριξε ότι βασική προϋπόθεση για την πλήρη ανάκαμψη στις εν λόγω πληττόμενες χώρες, αποτελούσε η ευρεία αναδιοργάνωση των επιχειρήσεων, ιδίως όσον αφορά την αντιμετώπιση των μαζικών πτωχεύσεων.

Με σημείο αναφοράς τον Σεπτέμβριο του 1998, όπου το 65% των επιχειρήσεων στην Ινδονησία, το 41% στην Κορέα και το 23% στην Ταϊλάνδη εξακολουθούσαν τεχνικά να τηρούν υπό πτώχευση (insolvent) και εφόσον οι Ασιατικές χώρες δεν αντιμετωπίζουν κατά μέτωπο το ζήτημα της πτώχευσης επιχειρήσεων, ήταν αναπόφευκτο να συναντήσουν δυσκολίες στην πλήρη επίλυση των αδυναμιών στο χρηματοπιστωτικό τομέα, ο οποίος κρίνεται ζωτικής σημασίας για την ομαλή χορήγηση πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία.

Όταν οι επιχειρήσεις τηρούν υπό πτώχευση, επηρεάζονται άμεσα και τα τραπεζικά ιδρύματα, με το ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων να παραμένει σε υψηλά επίπεδα, καθιστώντας δυσχερέστερη την εξακρίβωση του μεγέθους της επακόλουθης κεφαλαιακής ενίσχυσης που θα χρειαστούν τα τελευταία, προς εξασφάλιση της βιωσιμότητάς τους.

Γενικότερα, οι ανεπάρκειες του πτωχευτικού δικαίου και η αδυναμία

⁵ OECD Definition: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/eds/Eng/Guide/index.htm>



αποτελεσματικής εφαρμογής του θεωρούνται εν πολλοίς από τις εγγενείς αδυναμίες στο θεσμικό πλαίσιο των Ασιατικών και άλλων αναδυόμενων οικονομιών, συμπεριλαμβανομένων και των οικονομιών σε μεταβατικό στάδιο (transition economies).

Μέχρι και την παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση που ξεκίνησε από την Ασία, η προσοχή αναφορικά με το πτωχευτικό καθεστώς ήταν στραμμένη στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης, όπου το δίπτυχο «πτώχευση (κλείσιμο παλαιών επιχειρήσεων) – επιχειρηματικότητα (δημιουργία νέων)», θεωρείτο απαραίτητο συστατικό της οικονομικής αναζωογόνησης και της ανάπτυξης των μετά-σοσιαλιστικών «οικονομιών της αγοράς». Εντούτοις, στη μεταβατική δεκαετία που ακολούθησε, σημειώθηκαν πενιχρά αποτελέσματα και ο θεσμός της πτώχευσης απέτυχε στην επίτευξη του βασικού του στόχου: να ενισχύσει τον περιορισμό του προϋπολογισμού στις επιχειρήσεις.

5.1. Βασικές Αρχές Πτωχευτικού Δικαίου

Η πτώχευση εμπεριέχει τρεις βασικές αρχές.

1ον) Η πτώχευση στις σύγχρονες καπιταλιστικές οικονομίες θεωρείται ως μέσο ενθάρρυνσης της αναδιοργάνωσης.

Ο σύγχρονος καπιταλισμός δεν θα μπορούσε να έχει αναπτυχθεί χωρίς τις Εταιρείες Περιορισμένης Ευθύνης. Σχεδόν εξ ορισμού, η έννοια της «περιορισμένης ευθύνης» απαιτεί την έννοια της πτώχευσης.

Στις περισσότερες βιομηχανικές χώρες, η έννοια της πτώχευσης έχει αποκοπεί από την κλασική της λατινική ετοιμολογία (*banca rupta*), που σημαίνει κοινωνική κατακραυγή και τιμωρία για ένα φυσικό ή νομικό πρόσωπο, του οποίου τα χρέη υπερβαίνουν τα στοιχεία ενεργητικού του.

Σήμερα σε πολλές χώρες, κυρίως στις ΗΠΑ από το 1987, η πτώχευση δεν



ταυτίζεται με τη ρευστοποίηση ή την απλή μεταβίβαση κυριότητας από τους οφειλότες στους πιστωτές. Οι πιστωτές θεωρούν ότι αυτές οι μορφές πτώχευσης ουσιαστικά αφήνουν τους δανειολήπτες ατιμώρητους, ή επιτρέπουν στους πιστωτές να ακυρώνουν μονομερώς τις συμβάσεις. Εντούτοις, αυτές οι απόψεις περί πτώχευσης είναι εσφαλμένες, όπως και η άποψη που επικροτεί την φυλάκιση ως δίκαιη τιμωρία όσων αδυνατούν να εκπληρώσουν τις οικονομικές τους υποχρεώσεις.

Το πτωχευτικό δίκαιο κρίνεται υψίστης σημασίας στο σύγχρονο καπιταλιστικό σύστημα, ώστε τυπικά δεν επιτρέπεται στις εταιρείες να υπογράφουν συμβάσεις που καταπατούν τις διατάξεις του πτωχευτικού κώδικα (πχ. διαδικασίες επίλυσης διαφορών), κάτι που δεν συμβαίνει για τα υπόλοιπα άρθρα του εμπορικού δικαίου, όπου οι περισσότεροι όροι μπορούν να μεταβληθούν μετά από αμοιβαία συμφωνία μεταξύ των συμβαλλομένων μερών. Ο σχεδιασμός και η λειτουργία ενός εύρυθμου πτωχευτικού κώδικα κρίνεται απαραίτητος για μία αποτελεσματική αγορά, και από την πλευρά τους οι πιστωτές θα πρέπει να αντιληφθούν τις συνέπειες μίας ενδεχόμενης αδυναμίας των οφειλετών να εκπληρώσουν τις συμβατικές τους υποχρεώσεις.

2ον) Δεν υπάρχει ένας ενιαίος πτωχευτικός κώδικας.

Κάθε πτωχευτικό πλαίσιο εξισορροπεί πολλαπλές επιδιώξεις. Από τη μία την προστασία των δικαιωμάτων των πιστωτών (που είναι απαραίτητο στοιχείο για τη λειτουργία των αγορών κεφαλαίου και την κινητικότητα επενδυτικών κεφαλαίων) και από την άλλη την αποφυγή μίας πρώιμης εκκαθάρισης βιώσιμων επιχειρήσεων. Τα πτωχευτικά δίκαια πολλών χωρών έχουν εξελιχθεί διαχρονικά, με μεταβολές στην εξισορρόπηση αντικρουόμενων συμφερόντων, παράλληλα με το διαρθρωτικό μετασχηματισμό της οικονομίας και την κοινωνική εξέλιξη.

Συνεπώς, ακόμα και χώρες με συγγενή κοινωνικά και πολιτισμικά χαρακτηριστικά, όπως οι ΗΠΑ και το Η.Β., διαφέρουν σημαντικά στον τρόπο αντιμετώπισης των οφειλετών (το αγγλικό δίκαιο ευνοεί τους πιστωτές και οδηγεί σε περισσότερες συγκριτικά εκκαθαρίσεις επιχειρήσεων, ενώ το πτωχευτικό δίκαιο των ΗΠΑ είναι πιο ευνοϊκό προς τους οφειλότες και οδηγεί σε περισσότερες



αναδιοργανώσεις επιχειρήσεων υπό τον έλεγχο του κατεστημένου φορέα διοίκησης).

Επομένως, ο πτωχευτικός κώδικας θα πρέπει να προσαρμόζεται στις ιδιαιτερότητες κάθε χώρας και τις ειδικές περιστάσεις υπό τις οποίες βρίσκεται, αν και οι χώρες από την πλευρά τους οφείλουν να αναγνωρίζουν τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από την τήρηση ευρέως αποδεκτών προτύπων.

3ον) Ο εκάστοτε πτωχευτικός κώδικας οφείλει να συγκεράσει αντικρουόμενα συμφέροντα (πχ. δανειστών – οφειλετών)

Δεν θα πρέπει να σχεδιάζεται και να επιβάλλεται μονομερώς από μία μόνο ομάδα συμφερόντων και θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και ο αντίκτυπος μίας ενδεχόμενης πτωχευτικής διαδικασίας και σε άλλες ομάδες, λόγω χάρη σε λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη και ιδίως στους εργαζομένους.

Άτυπα ισχύει μία «σιωπηρή» δέσμευση μεταξύ της επιχείρησης και των εργαζομένων της. Εάν οι εργαζόμενοι δουλεύουν αποδοτικά, η επιχείρηση θα τους διατηρήσει στο εργατικό δυναμικό της αλλά και θα τους αμείβει, ανάλογα με τις ικανότητες και τις προσπάθειες τους.

Βεβαίως αυτή η δέσμευση υπόκειται σε κάποιους περιορισμούς: εάν οι πωλήσεις της εταιρείας μειωθούν κατά πολύ, τόσο οι εργαζόμενοι όσο και οι μέτοχοι αναλαμβάνουν μέρος του κινδύνου. Το αγγλοαμερικανικό δίκαιο αναγνωρίζει αυτές τις άρρητες δεσμεύσεις. Πχ. κατά την πτωχευτική διαδικασία, οι ληξιπρόθεσμες πληρωμές μισθών για έργο που έχει ήδη παραχθεί έχουν προτεραιότητα ακόμη και έναντι της ανώτερης τάξης πιστωτών. Ακόμη υπάρχουν ευρύτερα και τυπικά άλυτα ζητήματα όσον αφορά τις λοιπές υποχρεώσεις της επιχείρησης έναντι των εργαζομένων και των λοιπών πιστωτών. Η φύση της άρρητης δέσμευσης (το κοινωνικό συμβόλαιο) ενδέχεται να διαφέρει από χώρα σε χώρα, γεγονός που επίσης εξηγεί γιατί τα πτωχευτικά δίκαια θα πρέπει να προσαρμόζονται στις ειδικές συνθήκες κάθε χώρας.

Όσον αφορά τα λοιπά ενδιαφερόμενα μέρη, ζητήματα εγείρονται όταν πρόκειται



για επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας ή άλλα μονοπώλια (φυσικά και μη), των οποίων μία ενδεχόμενη εκκαθάριση ή σημαντική παρεμπόδιση της δραστηριότητάς τους μπορεί να συνεπάγεται αρνητικές επιπτώσεις για τους καταναλωτές ή να προκαλέσει σοβαρή οικονομική αποδιάρθρωση.

Στη βάση των ανωτέρω βασικών αρχών, η σύγχρονη πτωχευτική διαδικασία οφείλει να βασίζεται σε μία πλήρη σύμβαση, που θα προσδιορίζει ρητά και επακριβώς όλες τις προβλεπόμενες ενέργειες σε περίπτωση αδυναμίας του οφειλέτη να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του. (πχ. τη σειρά προτεραιότητας των δικαιούχων, την επίλυση των υπολοίπων απαιτήσεων).

Εντούτοις, προς τούτο υπάρχουν κάποιες αντικειμενικές δυσκολίες:

(α) το κόστος συναλλαγής για τον πλήρη καθορισμό μίας σύμβασης είναι απαγορευτικό.

Αυτό βέβαια δεν αποτελεί τη μόνη εξήγηση, ειδάλλως το πτωχευτικό δίκαιο δεν θα υπερίσχυε των διατάξεων των λοιπών συμβάσεων, όπως είθισται στην πράξη.

Ενδέχεται να υπάρξει αύξηση της αποδοτικότητας μέσω της συγκέντρωσης και όχι της αντιστάθμισης των απωλειών από τη μειωμένη ροή πληροφόρησης (Stiglitz 1975). Ένα πτωχευτικό δίκαιο με τυποποιημένες διατάξεις θεωρείται ότι περιορίζει το εύρος των αντικρουόμενων μηνυμάτων-ερμηνειών.

Η ασυμμετρία πληροφόρησης μεταξύ των παικτών της αγοράς ενδέχεται να οδηγήσει σε πλεονεκτική θέση τη μία από τις δύο πλευρές, έτσι ώστε όταν ανακύψει μία διαφωνία επί της σύμβασης, κάθε απόκλιση από το τυποποιημένο συμβόλαιο θα θεωρηθεί εναντίον του συμβαλλομένου που γράφει τη μη τυποποιημένη διάταξη της σύμβασης. Το γεγονός αυτό καθαυτό αποθαρρύνει την καινοτομία στη σύναψη συμβάσεων, δεν εξηγεί όμως γιατί οι Κυβερνήσεις δεν επιτρέπουν την εισαγωγή σε συμβάσεις, εναλλακτικών διατάξεων περί πτωχεύσεως.



(β) Μία επιχείρηση τυπικά έχει περισσότερους από έναν πιστωτές, οι οποίοι ενδέχεται να διαφέρουν ως προς τις προτιμήσεις αλλά και τις συμβατικές υποχρεώσεις.

Αυτό είναι σημαντικό, δεδομένου ότι κάθε συμβατική διάταξη επηρεάζει και τρίτα μέρη – και όσα συμβάλλονται με την επιχείρηση με επίσημο τρόπο (συμβατική σχέση) και όσα έχουν ανεπίσημα καθορισμένα δικαιώματα.

Οι τυποποιημένες συμβάσεις πτώχευσης μειώνουν τα εμπόδια στην πληροφόρηση που επιβάλλονται σε αυτά τα τρίτα μέρη. Τα τελευταία μπορούν να αξιολογήσουν ευθέως τις επιπτώσεις των δανειακών επιβαρύνσεων. Πράγματι, οι διατάξεις που επιβάλλονται από διαφορετικές συμβάσεις ενδέχεται να είναι ακόμη και αμοιβαία αποκλειόμενες. Ακόμη, τέτοιου είδους ασάφειες, οδηγούν σε υψηλότερα ασφάλιστρα κινδύνου και/ ή πιο εκτεταμένες ρήτρες χρέους, που αναμφισβήτητα περιορίζουν την ευελιξία του οφειλέτη.

Παρόλο που το πτωχευτικό δίκαιο συμπληρώνει τα κενά στις συμβάσεις, αυτό καθαυτό είναι ελλιπές, διότι τυπικά δεν παρέχει μία ενιαία φόρμουλα που θα μπορούσε κάποιος να επικαλεστεί αυτόματα.

Οι Δικαστές στις ΗΠΑ που έχουν διαχειριστεί ανάλογες υποθέσεις, καλούνται να εκδώσουν ερμηνευτικές αποφάσεις του πτωχευτικού δικαίου σε διαφορετικές περιστάσεις.

Συνήθως υπάρχουν ασάφειες στην σειρά προτεραιότητας των διαφόρων πιστωτών, ενώ κάποιες φορές λαμβάνονται υπόψη και τα συμφέροντα άλλων ενδιαφερομένων μερών. Ενώ στα απλά μοντέλα πτώχευσης, όλη η υπολειμματική αξία της επιχείρησης μετά την εκκαθάριση επιστρέφεται στους πιστωτές, στην πράξη ένα σημαντικό μερίδιο πηγαίνει στους αρχικούς μετόχους, όπου συχνά υπάρχει διαφωνία ως προς την αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης και ακολούθως ως προς την επάρκεια αποζημίωσης των πιστωτών, με τους αρχικούς μετόχους να ισχυρίζονται ότι η αγορά έχει απλά υποτιμήσει προσωρινά την αξία των μετοχών τους.



Συνεπώς, ενώ οι μέτοχοι πιστεύουν ότι οι πιστωτές έχουν λάβει περισσότερα από την αξία των απαιτήσεών τους, οι πιστωτές ενδέχεται να θεωρούν ότι έχουν λάβει ανεπαρκή αποζημίωση.

Φυσικά, εάν οι αγορές λειτουργούσαν αποτελεσματικά, δεν θα υπήρχαν τέτοιου είδους ανισότητες και φυσικά δεν θα υπήρχαν ούτε προβλήματα ρευστότητας, τα οποία συνήθως ευθύνονται για την πτώχευση μίας επιχείρησης.

Οι ασάφειες αυτές έχουν συχνά περαιτέρω επιπτώσεις: καθώς το πτωχευτικό δίκαιο επηρεάζει το πιθανό αποτέλεσμα σε μία δικαστική επίλυση διαφορών, ενδέχεται να επηρεάζει επίσης και το αποτέλεσμα μίας διαδικασίας εξωδικαστικής διαπραγμάτευσης. **Επομένως, το πτωχευτικό δίκαιο παρέχει το υπόβαθρο και υποδεικνύει το «σημείο μηδέν» που σηματοδοτεί την έναρξη των διαπραγματεύσεων.**

Η οικονομική ανάλυση του πτωχευτικού δικαίου είναι δύσκολη, ακριβώς επειδή η πτώχευση επέρχεται όταν η νεοκλασική οικονομική θεωρία αποτυγχάνει. Όπως έχουμε αναφέρει, οι ατελείς συμβάσεις αποτελούν τη βάση για την αναγκαιότητα ύπαρξης του πτωχευτικού δικαίου, το οποίο έρχεται να προσδιορίσει την ακριβή διαδικασία όταν οι οφειλέτες αδυνατούν να εκπληρώσουν τις υποχρεώσεις τους. Το πρόβλημα όμως δεν σταματάει εδώ.

Σύμφωνα με το νεοκλασικό υπόδειγμα, θα έπρεπε να υπάρχει ομοφωνία αναφορικά με τις ενέργειες που θα πρέπει να λάβει μία επιχείρηση. Ο manager, στόχος του οποίου είναι η μεγιστοποίηση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής, διοικεί την εταιρεία κατά τέτοιο τρόπο, ώστε να επιτυγχάνεται η κατά Pareto αποτελεσματικότητα.

Εντούτοις, κάτι τέτοιο δεν βρίσκει πλήρη εφαρμογή σε μη – αποτελεσματικές αγορές, γεγονός που επιτρέπει την επικράτηση, κατά την πτωχευτική διαδικασία, της ομάδας συμφερόντων που ασκεί τον έλεγχο. Οι μέτοχοι, σε αντίθεση με τον manager, δεν αποσκοπούν πρωτίστως στη μεγιστοποίηση της χρηματιστηριακής αξίας της



μετοχής, και έτσι ο μηχανισμός εξαγοράς, στην καλύτερη περίπτωση, λειτουργεί ατελώς. Ακόμη, η μεγιστοποίηση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής δεν συνιστά κατ' ανάγκη κατά Pareto αποτελεσματικότητα. Εάν οι επιχειρήσεις πάντα επέλεγαν τον manager, που διοικεί στοχεύοντας αποκλειστικά στη μεγιστοποίηση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής, δεν θα υπήρχε καν λόγος προσφυγής στα δικαστήρια σε περίπτωση πτώχευσης.

Υπό το πρίσμα της πτώχευσης, τουλάχιστον υπό το σύστημα της απόλυτης προτεραιότητας, θα έπρεπε να είναι ξεκάθαρο το πλαίσιο δράσης και η χρηστή διοίκηση της επιχείρησης. Δηλαδή, η στρατηγική μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης κατά Pareto θα έπρεπε να κυριαρχεί έναντι οποιασδήποτε άλλης στρατηγικής.

Βέβαια, πολλοί διαφωνούν σχετικά με την μεγιστοποίησης της αγοραίας/εμπορικής αξίας και τις ενδεδειγμένες προς τούτο πολιτικές, και θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις θα έπρεπε να επιδιώκουν πιο μακροπρόθεσμους στόχους. Αυτό βέβαια εμμέσως υπονοεί ότι η αγορά επιδεικνύει είτε παράλογη ευφορία είτε απαισιοδοξία. Αυτές ακριβώς οι διαφωνίες περί αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης (εσωτερική αξία vs σημερινή χρηματιστηριακή αξία) βρίσκονται στη βάση πολλών διενέξεων που τελικά καταλήγουν στο δικαστήριο.

5.2. Αξιολόγηση των Πτωχευτικών Δικαίων των κρατών

Πρόσφατη έρευνα στον τομέα της εταιρικής διακυβέρνησης καταδεικνύει μεγάλες διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών, αναφορικά με το εύρος και το βάθος των αγορών τους και της πρόσβασης των εταιριών σε πίστωση-χρηματοδότηση.

Αυτές οι διαφοροποιήσεις προέρχονται κυρίως από το βαθμό προστασίας που προσφέρει το κάθε κράτος στους πιστωτές στη θεσμοθετημένη διαδικασία πτώχευσης των επιχειρήσεων, μέσω της οικείας νομοθεσίας και συγκεκριμένα μέσω των διατάξεων του οικείου πτωχευτικού κώδικα, αλλά και την εφαρμογή των συγκεκριμένων διατάξεων στην πράξη, η οποία πολλές φορές δεν εφαρμόζεται κυρίως λόγω διαφθοράς των κυβερνώντων ή αναποτελεσματικών μεθόδων εφαρμογής.



Οι διαφοροποιήσεις αυτές αποτελούν τις βασικές αιτίες για τις διαφοροποιήσεις που έχουν τα κράτη μεταξύ τους, ως οικονομίες και ως αγορές.

Σε μια προσπάθεια κατανόησης της εφαρμογής των ανωτέρω στην πράξη, ο La Porta και άλλοι οικονομολόγοι, έχουν ομαδοποιήσει τα κράτη σε 4 βασικές οικογένειες-κατηγορίες και με βάση την αξιολόγηση σε κριτήρια που αποδεικνύουν το κατά πόσο ένα κράτος προστατεύει τους πιστωτές (Creditor Right Index) και τηρεί πιστά την εφαρμογή των νόμων (Rule of Law) καταλήγουν στα εξής συμπεράσματα, ανά ομάδα κρατών:

A) English Common Law Countries and English Origin (όπως ΗΠΑ, Αυστραλία, Καναδάς, Ηνωμένο Βασίλειο κ.α.)

Αυτή η οικογένεια κρατών προσφέρει ισχυρή νομική προστασία στους πιστωτές. Με 3.11 μέσο όρο αξιολόγησης κατέχει την πρώτη θέση μεταξύ των 4 ομάδων-κρατών και έχει τα μεγαλύτερα ποσοστά εκπλήρωσης των αντίστοιχων κριτηρίων από τα κράτη που την απαρτίζουν, εκτός ένα, τις ΗΠΑ, οι οποίες με αξιολόγηση 1.00 φαίνεται να αποτελούν την εξαίρεση στον κανόνα. Επίσης κατέχει την τρίτη θέση στον τομέα της εφαρμογής των νόμων, με όχι μακρινή απόσταση από τις πρώτες.

B) French Civil Law Countries and French Origin (όπως Ελλάδα, Γαλλία, Βραζιλία, Ολλανδία, Ισπανία κ.α.)

Όχι μόνο προσφέρουν στους πιστωτές τη μικρότερη προστασία με μέσο όρο δείκτη αξιολόγησης 1,58, αλλά έχουν και τη χαμηλότερη ποιότητα στην εφαρμογή των νόμων.

C) German Civil Law Countries and German Origin (Αυστρία, Γερμανία, Ελβετία, Ιαπωνία, Νότια Κορέα και Ταϊβάν) are strongly procreditor.

Παρόλο που προστατεύουν δικαστικά τους managers από τους πιστωτές



βρίσκονται στη δεύτερη θέση μεταξύ των χωρών με δείκτη αξιολόγησης 2.33. κυρίως λόγω της προστασίας που προσφέρουν στους πιστωτές μέσω του of no automatic stay on assets και των διασφαλίσεων (εμπράγματατες εξασφαλίσεις) των επενδύσεών τους, ενώ στον τομέα της εφαρμογής των νόμων κατέχουν τη δεύτερη θέση, πολύ κοντά στην πρώτη.

D) Scandinavian Civil Law Countries and Scandinavian Origin (Δανία, Νορβηγία, Σουηδία και Φινλανδία)

Με δείκτη αξιολόγησης 2.00 κατέχουν την τρίτη θέση, όσον αφορά την προστασία των πιστωτών, λίγο κάτω από τις Γερμανικής προέλευσης δικαίου χώρες, ενώ κατέχουν την πρώτη θέση μεταξύ των άλλων οικογενειών-χωρών, στην ποιότητα της εφαρμογής των νόμων και στην ποιότητα του accounting.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης μας αποδεικνύουν ότι η ποιότητα της νομοθεσίας (προστασία πιστωτών και εφαρμογή των διατάξεων) επηρεάζει την ικανότητα των εταιρειών να πετυχαίνουν εξωτερική χρηματοδότηση, ενώ η αξία τους αποδεικνύεται σε δύσκολες περιόδους, όπου μπορούν να μειώσουν το ενδεχόμενο εμφάνισης μιας μακροχρόνιας ύφεσης και να δημιουργήσουν συνθήκες ανάπτυξης ή συνθήκες ανάσχεσης της ύφεσης (μέσω reliable account standards, transparency in financial reporting κλπ).

Τα περισσότερα κράτη βασίζονται σε 2 διαδικασίες για να επιλύουν προβλήματα οικονομικής δυσχέρειας:

A) Τη ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μίας εταιρείας μέσω πλειστηριασμού (Cash auction) και

B) Τη δομημένη διαπραγμάτευση (structured bargaining) μεταξύ των πιστωτών και των μετόχων για το μέλλον της εταιρείας, διαδικασία η οποία απαιτεί εξελιγμένο νομικό σύστημα και ενυπάρχουν σε αυτή 2 βασικά προβλήματα, η αντικειμενική αποτίμηση και οι συγκρούσεις συμφερόντων που θα αφήσουν σίγουρα



κάποιο μέρος δυσареστημένο και ίσως να απαξιώσει τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας.

Οι αναδυόμενες αγορές έχουν υιοθετήσει τις ίδιες διαδικασίες ρευστοποίησης και δομημένης διαπραγμάτευσης όπως εφαρμόζονται και στις ανεπτυγμένες αγορές, όμως στην πράξη δεν υλοποιούνται ακριβώς οι διαδικασίες, κυρίως λόγω αναποτελεσματικών δικαστικών συστημάτων, εκτεταμένης διαφθοράς, φτωχών συστημάτων καταγραφής ακίνητων και κινητών περιουσιακών στοιχείων και ανεπαρκών λογιστικών προτύπων, αιτίες οι οποίες φέρουν ως αποτέλεσμα στα κράτη αυτά να λειτουργούν πολύ μικρές αγορές χρέους και τα ζητήματα να επιλύονται με εξωδικαστικούς συμβιβασμούς, που περιλαμβάνουν δοσοληψίες προσωπικών περιουσιών.

5.3. Προγράμματα Αναδιάρθρωσης Τραπεζών - Θεωρητικό Υπόβαθρο

Βασικός στόχος των προγραμμάτων αναδιάρθρωσης των τραπεζών είναι η μείωση στο επίπεδο – στόχο της πιθανότητας χρεοκοπίας (probability of default) του τραπεζικού ιδρύματος, με τη μικρότερη δυνατή επιβάρυνση για τους φορολογούμενους.

Σε περίπτωση που οι δανειακές συμβάσεις δύναται να αναδιαπραγματευθούν, η αναδιάρθρωση των Τραπεζών μπορεί να γίνει χωρίς δημόσιο χρήμα (εισφορές φορολογουμένων) με την μερική μετατροπή χρέους σε μετοχικό κεφάλαιο (debt-for-equity swap). Κατ' αυτόν τον τρόπο διατηρείται η αξία τόσο των δανειακών όσο και των ιδίων κεφαλαίων, ενώ συγχρόνως μειώνεται η πιθανότητα χρεοκοπίας του τραπεζικού ιδρύματος, χωρίς την ανάγκη συμμετοχής του δημοσίου. Στην πράξη όμως, εξαιτίας των ασφυκτικών χρονικών πιέσεων, της διασποράς του χρέους και των δυνητικών συστημικών επιπτώσεων που θα επέφερε η πτωχευτική διαδικασία μίας προβληματικής Τράπεζας (συστημικά σημαντικής), μία τέτοια αναδιάρθρωση είναι δύσκολο να επιτευχθεί.

Αντίστοιχα, στην περίπτωση που οι δανειακές συμβάσεις δεν δύναται να αναδιαπραγματευθούν, η χρήση δημοσίου χρήματος (μεταβιβάσεις από φορολογούμενους) κρίνεται αναγκαία, εντούτοις κάποια προγράμματα αναδιάρθρωσης



είναι πιο κοστοβόρα από άλλα. Σε αυτή την περίπτωση υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων μεταξύ μετόχων της Τράπεζας και πιστωτών. Από τη μείωση της πιθανότητας default, ένεκα της αναδιάρθρωσης, ευνοούνται οι κάτοχοι χρέους (πιστωτές) που βλέπουν την αξία των απαιτήσεών τους να ανεβαίνει. Χωρίς κρατική παρέμβαση, τα κέρδη τους συνεπάγονται αντίστοιχη ζημιά για τους μετόχους, οι οποίοι έχουν κίνητρο να αντιταχθούν στη διαδικασία αναδιάρθρωσης. Γι' αυτό ακριβώς κρίνεται αναγκαία η ανακεφαλαιοποίηση της Τράπεζας εκ μέρους του Κράτους, συνήθως με την έκδοση κοινών μετοχών. Η χρήση δημοσίου χρήματος μπορεί να περιοριστεί, εάν οι πρόσοδοι από την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου χρησιμοποιηθούν για την επαναγορά ανεξόφλητου χρέους σε κυκλοφορία. Ακόμη, η αναδιάρθρωση μέσω αγοράς περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών είναι πιο δαπανηρή για τους φορολογούμενους σε σχέση με την ανακεφαλαιοποίηση.

Εάν λάβουμε υπόψη τις ατέλειες της αγοράς, η αναδιάρθρωση ενδέχεται να γίνει τόσο από την πλευρά του ενεργητικού όσο και από την πλευρά του παθητικού των Τραπεζών και ο διαχωρισμός «καλού» και «κακού» ενεργητικού είναι απαραίτητος, ώστε το management της Τράπεζας να επικεντρωθεί στη βελτίωση της παραγωγικότητας.

Τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού των Τραπεζών, τα οποία ενδέχεται να είναι υποτιμημένα εξαιτίας έλλειψης ρευστότητας είτε επενδυτικού ενδιαφέροντος, θα πρέπει να αγοράζονται από την Κυβέρνηση, η οποία θα πρέπει επίσης να προσλάβει έμπειρους διαχειριστές Χ/Φ από την αγορά για τη διαχείρισή τους και η χρήση δημοσίου χρήματος στο σχέδιο αναδιάρθρωσης θα πρέπει να έχει έκτακτο χαρακτήρα, ώστε το management της Τράπεζας να έχει κίνητρο να ανακτήσει την κερδοφορία της.

Δεν θα πρέπει να γίνονται εκ των προτέρων εισφορές δημοσίου χρήματος, ώστε να αποφευχθεί η μη συνετή χρήση των δημοσίων πόρων, ενώ στο σχέδιο αναδιάρθρωσης θα πρέπει να συνεκτιμηθούν τα πιθανά επιπρόσθετα οικονομικά οφέλη για την Τράπεζα, πχ ανάπτυξη πελατειακής βάσης – προσέλκυση νέων πελατών, πάντα σε συνάρτηση με την μείωση του κόστους των φορολογούμενων και μακροπρόθεσμα, οι managers και οι μέτοχοι των τραπεζών θα πρέπει να τιμωρούνται επαρκώς, με



στόχο την αποφυγή παρομοίων τραπεζικών κρίσεων στο μέλλον.

Γενικά οι Τράπεζες έχουν καλύτερη πληροφόρηση για τα στοιχεία και την ποιότητα του ενεργητικού τους απ' ό,τι το ευρύ κοινό (πρόβλημα ασύμμετρης πληροφόρησης), με αποτέλεσμα να είναι απρόθυμες να συμμετέχουν σε ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης και να απαιτούν τη χρήση περισσότερων κρατικών πόρων, μιας και, από τη στιγμή που στιγματίζονται από την αγορά ως προς την ποιότητα του ενεργητικού τους, χρειάζονται περισσότερη κεφαλαιακή ενίσχυση.

Οι αρνητικές προσδοκίες της αγοράς γενικά οδηγούν σε χαμηλότερες αποτιμήσεις της αξίας των Τραπεζών, αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησής τους. Η χρήση υβριδικών οργάνων (πχ. προνομιούχες μετοχές ή μετατρέψιμες ομολογίες) και ακόμη περισσότερο η παροχή εγγυήσεων εκ μέρους του κράτους στα στοιχεία ενεργητικού των Τραπεζών μετριάζουν το πρόβλημα, καθώς δεν εκπέμπουν το μήνυμα στην αγορά ότι η Τράπεζα βρίσκεται σε δεινή θέση.

Συμπερασματικά, ο πλέον ενδεδειγμένος τρόπος διάσωσης μίας προβληματικής τράπεζας είναι η εφαρμογή ενός συνδυασμού μέτρων αναδιάρθρωσης, τόσο από την πλευρά του ενεργητικού όσο και από την πλευρά του παθητικού της τράπεζας, με στόχο τη μείωση της πιθανότητας default της και τη μεγιστοποίηση του οφέλους των μετόχων και πιστωτών της, αλλά και των φορολογούμενων.

Εξέταση Υποπεριπτώσεων

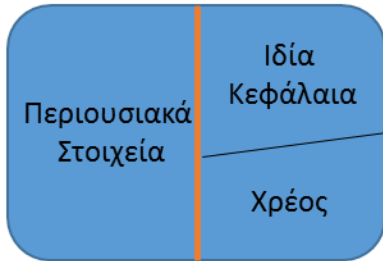
5.4. Υπόδειγμα Τέλειας και Αποτελεσματικής Αγοράς Modigliani – Miller (1958)

Σε αυτή την περίπτωση δεν υφίστανται τριβές πληροφόρησης και η αναδιαπραγμάτευση των δανειακών συμβάσεων είναι εύκολη.

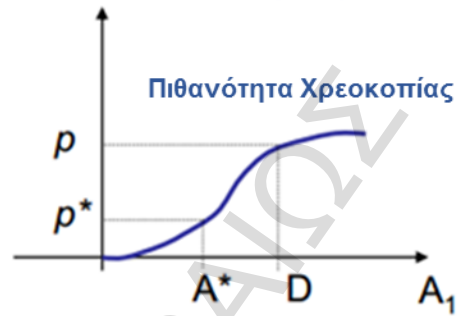
Ως καλύτερη επιλογή εμφανίζεται η εθελοντική αναδιάρθρωση χρέους:



Πίνακας 2.
Ενεργητικό & Παθητικό μίας Τράπεζας



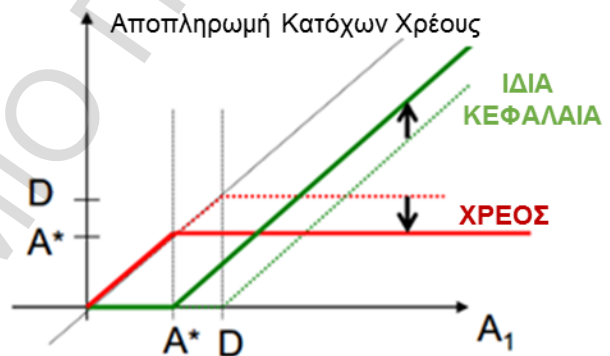
Διάγραμμα 5.1.
Αθροιστική Κατανομή της μετέπειτα Αξίας των Περιουσιακών Στοιχείων



Διάγραμμα 5.2
Ο Κανόνας Αποπληρωμής



Διάγραμμα 6.
Μετατροπή Χρέους σε Ιδία Κεφάλαια



Ο βασικός στόχος (βλ. σελ. 1) μπορεί να επιτευχθεί με μία απλή ανακατανομή των απαιτήσεων, δηλαδή με μερική μετατροπή του χρέους σε ίδια κεφάλαια (debt-for-equity swap). Με τον τρόπο αυτό δεν μεταβάλλεται η συνολική αξία του τραπεζικού ιδρύματος, δεν μεταβάλλεται η αξία των απαιτήσεων των αρχικών κατόχων χρέους και άρα δεν μεταβάλλεται ούτε η αξία των ιδίων κεφαλαίων των αρχικών μετόχων.

5.5. Αναδιάρθρωση Χρέους Δίχως Δυνατότητα Αναδιαπραγμάτευσης Δανειακών Συμβάσεων (Restructuring with no Debt Renegotiation)

Σε αυτή την περίπτωση, όταν δεν συμμετέχει ούτε το Κράτος, η αναδιάρθρωση χρέους μειώνει μεν την πιθανότητα χρεοκοπίας της Τράπεζας, εντούτοις αυξάνει την αξία των δανειακών κεφαλαίων και μειώνει την αξία των ιδίων κεφαλαίων. Συνεπώς,



εγείρει αντιδράσεις από την πλευρά των μετόχων, οι οποίες προκειμένου να καμφθούν απαιτούν κάποιας μορφής κρατική επιδότηση ή υποχρεωτική συμμετοχή των πιστωτών (κατόχων χρέους) στο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης. Το ποσό κρατικής συμμετοχής θα πρέπει να ισούται με το ποσό κατά το οποίο αυξάνεται η αξία των δανειακών κεφαλαίων, προκειμένου η αξία των ιδίων κεφαλαίων να παραμείνει αμετάβλητη.

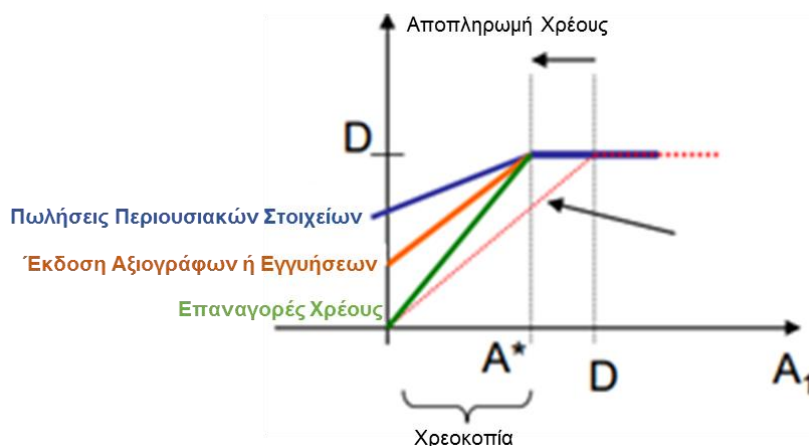
Εδώ υπάρχουν διάφορα προγράμματα αναδιάρθρωσης ισοδύναμου αποτελέσματος, αν και κάποια από αυτά συνεπάγονται υψηλότερο ποσοστό αποπληρωμής του χρέους σε περίπτωση default. Πχ. η πώληση στοιχείων ενεργητικού από τις Τράπεζες συνεπάγεται υψηλότερο κόστος απ' ό,τι τη συμμετοχή του κράτους στις ΑΜΚ των τραπεζών με την έκδοση κοινών μετοχών. Το βέλτιστο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης συνίσταται στην μερική ασφάλιση των κερδών των Τραπεζών από την πώληση περιουσιακών τους στοιχείων, ενώ η υποβοηθούμενη από το κράτος επαναγορά χρέους από την πλευρά του παθητικού επίσης πλησιάζει το βέλτιστο αποτέλεσμα.

Εναλλακτικά προγράμματα αναδιάρθρωσης:

5.5.1 Κρατική Ενίσχυση και Αποπληρωμή Χρέους (Government Subsidy and Debt Recovery)

Όπως προαναφέραμε, στα πλαίσια της αναδιάρθρωσης, η μεταβίβαση δημοσίου χρήματος στα τραπεζικά ιδρύματα κρίνεται αναγκαία. Το μέγεθος της κρατικής ενίσχυσης είναι αυτό που καθορίζει και τον βαθμό ασφάλειας του χρέους. Υπό αυτό το πρίσμα, η πώληση εκ μέρους των Τραπεζών στοιχείων του ενεργητικού τους συνεπάγεται και το υψηλότερο

Διάγραμμα 7.
Αναδιάρθρωση Χρέους και Αποπληρωμή Χρέους

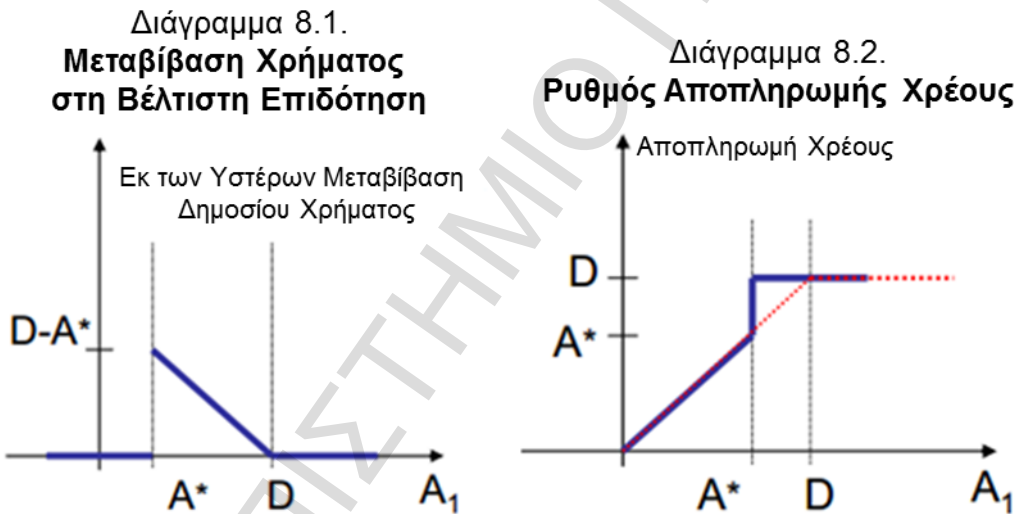


κόστος για τους φορολογούμενους.

Και αυτό γιατί, ασχέτως με την αξία του ενεργητικού που θα προκύψει, η πώληση στοιχείων ενεργητικού επιφέρει τη μέγιστη αύξηση στην αποπληρωμή του χρέους (debt recovery) και συνεπώς τη μέγιστη μετακύλιση οφέλους στους κατόχους χρέους (πιστωτές). Δεύτερη έρχεται η έκδοση αξιογράφων ή η παροχή εγγυήσεων και τρίτη η επαναγορά χρέους.

5.5.2 Ασφάλιση Υπό την Αίρεση του Κράτους (State-Contingent Insurance)

Αποτελεί τη βέλτιστη μορφή κρατικής ενίσχυσης.



Παρουσιάζεται γραφικά το βέλτιστο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης που ελαχιστοποιεί τη μεταβίβαση δημοσίου χρήματος προς ενίσχυση των τραπεζών (και κατά συνέπεια το κόστος των φορολογουμένων). Όταν η αξία του ενεργητικού της τράπεζας είναι μικρότερη από την προσδιορισμένη αξία – στόχο, όπου η τράπεζα κάνει default, το Κράτος δεν χρειάζεται να παρέμβει.

Όταν η αξία του ενεργητικού βρίσκεται μεταξύ της προσδιορισμένης τιμής – στόχου και της αξίας του χρέους, η τράπεζα χρΐζει κρατικής ενίσχυσης ίσης με αυτή τη διαφορά, προκειμένου να είναι σε θέση να αποπληρώσει το χρέος της και να αποφύγει



το default. Όταν η αξία του ενεργητικού υπερβαίνει την αξία του χρέους, επίσης δεν χρειάζεται κρατική παρέμβαση. Από τα παραπάνω συνάγεται ότι η βέλτιστη αναδιάρθρωση θα πρέπει να λάβει τη μορφή μίας εγγύησης, με την οποία το Κράτος ενισχύει την Τράπεζα με δημόσιους πόρους εκ των υστέρων και μόνον όταν η τράπεζα βρίσκεται στα όρια του default, όχι όμως σε σημείο που να διακυβεύεται η φερεγγυότητά της.

Το σχετικό κόστος που συνεπάγεται οιαδήποτε διαδικασία αναδιάρθρωσης για τους φορολογούμενους εξαρτάται από το βαθμό στον οποίο το πρόγραμμα αναδιάρθρωσης πλησιάζει ή απέχει από το άνω βέλτιστο πρόγραμμα αποπληρωμής χρέους.

Από τα παραπάνω μπορεί να εξάγει κανείς τρία βασικά συμπεράσματα:

- Προκειμένου να μειώσει την πιθανότητα default, το Κράτος δεν χρειάζεται να ενισχύσει την τράπεζα, ώστε να αποπληρώσει το χρέος της, παρά μόνο όταν αυτή κινδυνεύει με default, αλλά εξακολουθεί τη δεδομένη στιγμή να είναι φερέγγυα.
- Το προτεινόμενο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης δεν αποζημιώνει με οποιοδήποτε τρόπο τους φορολογούμενους για την επιβάρυνση που υφίστανται, εντούτοις συνεπάγεται το χαμηλότερο δυνατό κόστος για αυτούς μεταξύ εναλλακτικών προγραμμάτων αναδιάρθρωσης.
- Όσο μεγαλύτερη είναι η κρατική ενίσχυση της τράπεζας, ενισχύεται και η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, αν και το τελευταίο δεν συνιστά αποζημίωση για τους φορολογούμενους που υφίστανται την επιβάρυνση.

5.5.3 Ανακεφαλαιοποίηση με Έκδοση Κοινών Μετοχών (Recapitalization with Common Equity)

Η ανακεφαλαιοποίηση με την έκδοση κοινών μετοχών και τη συμμετοχή του Κράτους στην ΑΜΚ με μετρητά, συνιστά έναν άμεσο τρόπο μείωσης της πιθανότητας



default της τράπεζας, καθώς καθιστά λιγότερο επικίνδυνο το χρέος. Εάν δεν

Διάγραμμα 9.
Ανακεφαλαιοποίηση



συμμετάσχει το Κράτος στην ανακεφαλαιοποίηση, ευνοούνται οι κάτοχοι χρέους της τράπεζας σε βάρος των παλαιών μετόχων, καθώς η αξία του χρέους αυξάνεται ενώ κατ' αντιστοιχία μειώνεται η αξία των ιδίων κεφαλαίων. Συνεπώς, προκειμένου οι μέτοχοι να αποδεχθούν το πρόγραμμα της ανακεφαλαιοποίησης, θα πρέπει η αξία των

ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας να παραμείνει αμετάβλητη, κάτι που μπορεί να επιτευχθεί με τη συμμετοχή του Κράτους στην ανακεφαλαιοποίηση με μετρητά σε αντάλλαγμα κοινών μετοχών, κατά το ποσό της αύξησης της αξίας του χρέους (= ποσό μείωσης της αξίας των ιδίων κεφαλαίων). Κατ' αυτόν η πιθανότητα default μειώνεται στην τιμή – στόχο, και η αύξηση της αξίας του χρέους καλύπτεται από το Κράτος, διατηρώντας αμετάβλητη την αξία των ιδίων κεφαλαίων της τράπεζας.

5.5.4 Ανακεφαλαιοποίηση με Έκδοση Προνομιούχων Μετοχών ή Μετατρέψιμων Ομολογιών (Recapitalization by Issuance of Preferred Stock or Convertible Debts)

Πέρα από την έκδοση κοινών μετοχών, η ανακεφαλαιοποίηση μπορεί να γίνει και με την έκδοση προνομιούχων μετοχών ή μετατρέψιμων ομολογιών. (Να σημειωθεί εδώ ότι η ανακεφαλαιοποίηση με την έκδοση νέου –μη μετατρέψιμου- χρέους δεν συνιστά αποδεκτή λύση, καθώς αυξάνει την πιθανότητα default). Η διαδικασία είναι η ίδια όπως και στην υποπερίπτωση 5.3: η αξία του χρέους αυξάνεται και το Κράτος καλείται να συμμετάσχει στην ανακεφαλαιοποίηση κατά το ποσό της αύξησης αυτής.

Εδώ διακρίνουμε δύο επιμέρους περιπτώσεις:

A) Οι νέες απαιτήσεις δεν προκαλούν default: αυτό ισχύει στην περίπτωση της έκδοσης προνομιούχων μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιών, όπου η μετατροπή είναι στη διακριτική ευχέρεια της εκδότριας τράπεζας, καθώς δεν είναι υποχρεωτική η



πληρωμή μερισμάτων (στην περίπτωση των προνομιούχων μετοχών) ή η μετατροπή των ομολογιών σε τίτλους μετοχών (στην περίπτωση των μετατρέψιμων ομολογιών) εφόσον η τράπεζα δεν είναι σε θέση να πληρώσει μερίσματα ή κουπόνια. Στην περίπτωση αυτή, το απαιτούμενο ύψος της ανακεφαλαιοποίησης και το πρόγραμμα αποπληρωμής του αρχικού χρέους συμπίπτει με αυτά της ανακεφαλαιοποίησης με την έκδοση κοινών μετοχών.

B) Έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών, όπου η μετατροπή είναι είτε στη διακριτική ευχέρεια του ομολογιούχου είτε προβλέπεται αυτόματα: η αποπληρωμή του αρχικού χρέους και το σημείο default παραμένουν ίδια, όπως και στην περίπτωση έκδοσης κοινών μετοχών, αν και η επιβάρυνση για το δημόσιο προϋπολογισμό είναι μεγαλύτερη, καθώς στην περίπτωση αυτή οι αρχικοί κάτοχοι χρέους έχουν προτεραιότητα σε περίπτωση default. Η συμμετοχή του Κράτους στην ανακεφαλαιοποίηση ισούται και εδώ με το ποσό μεταβολής της αξίας του χρέους.

Ουσιαστικά στις περιπτώσεις B3 και B4 έχουμε την εξής αναδιάταξη, όπου $\text{cash} = V$ (new claim):

ASSETS	EQUITY
	DEBT

⇒

ASSETS	EQUITY
	NEW CLAIM
CASH	DEBT

Ο συνολικός πλούτος παραμένει αμετάβλητος πριν και μετά την αναδιάρθρωση.

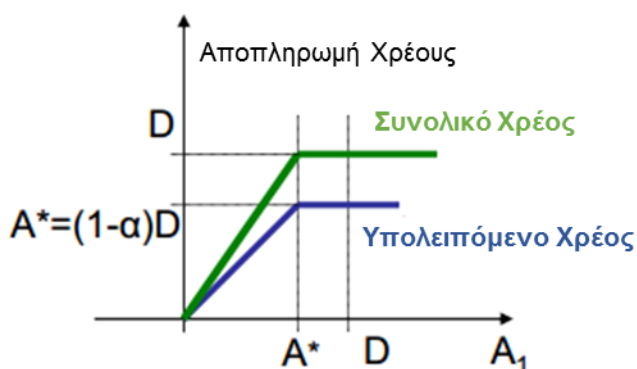
5.5.5 Επαναγορά Χρέους με Κρατική Ενίσχυση (Subsidized Debt Buybacks)

Στα πλαίσια του προγράμματος αναδιάρθρωσης, οι Τράπεζες δεν δεσμεύονται να διατηρήσουν τα έσοδα της ανακεφαλαιοποίησης στον ισολογισμό τους, αλλά μπορούν να τα χρησιμοποιήσουν για επαναγορά μέρους του χρέους τους σε κυκλοφορία. Αυτό μειώνει την επιβάρυνση των φορολογουμένων. Οι ομολογιούχοι που διακρατούν στο Χ/Φ τους ομόλογα της τράπεζας, γνωρίζοντας ότι η αξία των τραπεζικών ομολόγων θα ανέβει ένεκα της αναδιάρθρωσης, δέχονται να πουλήσουν τα



ομόλογά τους σε εύλογη τιμή (που θα αντικατοπτρίζει την αξία των απαιτήσεών τους μετά την αναδιάρθρωση).

Διάγραμμα 10.
Επαναγορά Χρέους



Το ποσοστό α του ανεξόφλητου χρέους που πρέπει να επαναγοραστεί είναι τέτοιο, ώστε : $(1 - \alpha) D = A^*$

Οι υπόλοιπες δανειακές συμβάσεις (εκτός προγράμματος επαναγοράς) παραμένουν ως έχουν και η νέα ονομαστική αξία του συνολικού χρέους είναι $(1 - \alpha) D = A^*$.

Μετά την ανακοίνωση του προγράμματος επαναγοράς, η αξία του αρχικού χρέους αυξάνεται, καθώς μειώνεται η πιθανότητα default μετά την αναδιάρθρωση. Από το σύνολο του αρχικού χρέους, ένα μέρος α επαναγοράζεται από την τράπεζα σε τιμή $\alpha V'(D)$, ενώ το υπόλοιπο $(1-\alpha)$ παραμένει ως έχει, με αγοραία τιμή $(1-\alpha) V'(D)$. Προκειμένου να αποδεχθούν οι μέτοχοι της τράπεζας την επαναγορά, χρειάζεται η κρατική συνδρομή. Σε αντάλλαγμα του δημοσίου χρήματος που εισφέρεται, η τράπεζα εκδίδει μετοχές, ώστε να επαναγοράσει ένα μέρος α του χρέους. Ισοδύναμα, το Κράτος μπορεί να αγοράσει απευθείας ομόλογα της τράπεζας στην τιμή αγοράς που διαμορφώνεται μετά την αναδιάρθρωση και κατόπιν να τα μετατρέψει σε μετοχές σε ποσοστό μετατροπής που διατηρεί τους αρχικούς μετόχους αδιάφορους. (το τελευταίο ισοδυναμεί επίσης με την πρόταση για επαναγορά εκ μέρους της τράπεζας και την εύρεση κατόχων τραπεζικών ομολόγων που δέχονται να ανταλλάξουν τα ομόλογά που έχουν στην κατοχή τους με μετοχές στην τιμή που διαμορφώνεται μετά την αναδιάρθρωση, η οποία κυμαίνεται μεταξύ τρέχουσας τιμής και ονομαστικής αξίας). Όπως και στα άνω προγράμματα, το βέλτιστο ύψος της κρατικής συμμετοχής ισούται με την αύξηση της αξίας του χρέους που προκύπτει από τη μείωση της πιθανότητας default στην τιμή-στόχο.

Το πρόγραμμα επαναγοράς χρέους από την Τράπεζα συνεπάγεται μικρότερη επιβάρυνση σε όρους κόστους για τους φορολογούμενους σε σύγκριση με την

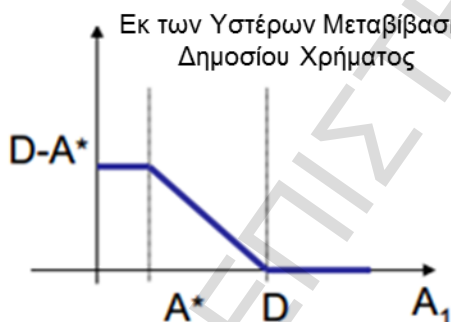


ανακεφαλαιοποίηση, όπου τα μετρητά που λαμβάνει η τράπεζα κατά την ΑΜΚ διατηρούνται στον ισολογισμό της. Κατά την οικονομική λογική, το αποτέλεσμα της επαναγορά χρέους και της μετατροπής του σε μετοχικό κεφάλαιο πλησιάζει το βέλτιστο αποτέλεσμα του debt-for-equity swap, που αναλύθηκε στην περίπτωση (Α). Η αναδιάρθρωση δηλαδή από την πλευρά του παθητικού περιορίζει το ύψος της κρατικής συμμετοχής.

5.5.6 Παροχή Κρατικών Εγγυήσεων στα Περιουσιακά Στοιχεία των Τραπεζών (Simple Asset Guarantees)

Ένας εναλλακτικός τρόπος μείωσης της πιθανότητας default στην τιμή-στόχο είναι και η παροχή εκ μέρους τους Κράτους μερικής ή ολικής ασφάλισης στα περιουσιακά στοιχεία των τραπεζών με τη χρήση απλών εγγυήσεων. Η μερική ασφάλιση συνεπάγεται μικρότερη επιβάρυνση για τους φορολογούμενους.

Διάγραμμα 11.
Μεταβίβαση Δημοσίου Χρήματος
μέσω της Παροχής Κρατικών Εγγυήσεων



Για παράδειγμα, το κράτος μπορεί να «ασφαλίσει» μερικούς κάποια στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών για κάθε αρνητική μεταβολή της αξίας τους κάτω από ένα όριο, εδώ το D (αξία χρέους), με μέγιστο όριο της τάξεως του $(D-A^*)$ (A^* τιμή-στόχος της αξίας του ενεργητικού). Κατ' αυτόν τον τρόπο το Κράτος εγγυάται ότι η τράπεζα θα είναι σε θέση να αποπληρώσει πλήρως το χρέος της εφόσον η αξία του ενεργητικού της υπερβαίνει την τιμή-στόχο ($A_1 \geq A^*$).

Η διαφορά σε σχέση με το βέλτιστο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης (A) έγκειται στο ότι το Κράτος καλείται να πληρώσει ακόμη και στο χειρότερο σενάριο όπου $A_1 < A^*$. Το πρόγραμμα αυτό διατηρεί αμετάβλητη την αξία των ιδίων κεφαλαίων (δηλαδή η κρατική ενίσχυση ευνοεί τους πιστωτές/ κατόχους χρέους), ενώ το κόστος εφαρμογής του (σε όρους δημοσίας δαπάνης) ισούται ακριβώς με το κόστος του προγράμματος



ανακεφαλαιοποίησης με την έκδοση κοινών μετοχών ή υβριδικών αξιογράφων. Σε σχέση με τη βέλτιστη μορφή κρατικής ενίσχυσης της περίπτωσης (B2), το παρόν πρόγραμμα είναι πιο δαπανηρό, καθώς αυξάνει την αποπληρωμή σε περίπτωση default της τράπεζας.

Σε όρους επιβάρυνσης των φορολογουμένων, είναι προτιμότερη η ασφάλιση επί του συνόλου του ενεργητικού της τράπεζας, παρά επί μεμονωμένων στοιχείων του, καθώς στη β' περίπτωση από τις μελλοντικές αποδόσεις των μεμονωμένων στοιχείων δεν μπορεί να προβλεφθεί με ασφάλεια η πιθανότητα default της τράπεζας ως σύνολο. Συνεπώς κρίνεται απαραίτητη η υψηλότερη κρατική συμμετοχή στο πρόγραμμα (ως μέσο προφύλαξης), ώστε να επιτευχθεί η μείωση της πιθανότητας default στην προσδιορισμένη τιμή στόχο.

5.5.7 Το πρόγραμμα "Caballero" (Caballero's Scheme, 2009)

Προτείνει AMK της τράπεζας, με την έκδοση κοινών μετοχών, την οποία θα καλύψουν ιδιώτες επενδυτές, με την παράλληλη παροχή εγγυήσεων από την τράπεζα ότι θα επαναγοράσει τις μετοχές σε μία προκαθορισμένη τιμή στο μέλλον. Αυτό αντιστοιχεί σε δωρεάν διανομή put options από την τράπεζα στους νέους μετόχους. Η ανώτατη τιμή αγοράς μπορεί να προσδιοριστεί με τη μέθοδο της αντιστροφής επαγωγής (backward induction). Το ύψος της κρατικής συμμετοχής θα ισούται και εδώ με την αύξηση της αξίας του χρέους, διατηρώντας αμετάβλητη την αξία των ιδίων κεφαλαίων.

Σε όρους κρατικής επιβάρυνσης, το πρόγραμμα Cabarelo είναι ισοδύναμου αποτελέσματος με το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης με την έκδοση κοινών μετοχών, με τη μόνη διαφορά ότι δεν απαιτεί εκ των προτέρων μεταβίβαση δημοσίου χρήματος προς την Τράπεζα.

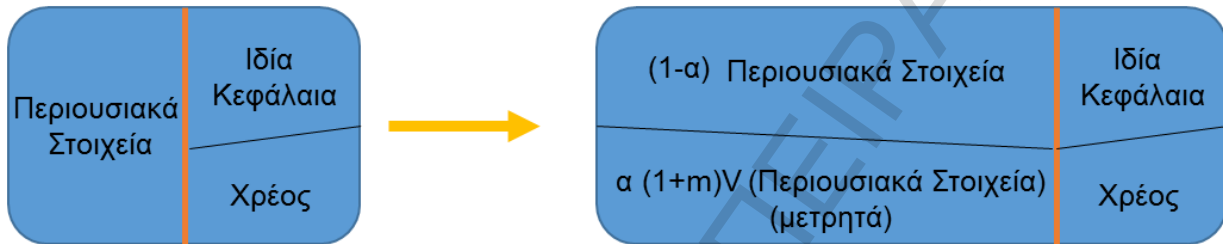
5.5.8 Πώληση Στοιχείων Ενεργητικού των Τραπεζών στο Κράτος, σε Τιμή Μεγαλύτερη από την Αγοραία (Above-Market-Price Asset Sales)

Πώληση από την Τράπεζα τμήματος α των στοιχείων ενεργητικού της στο

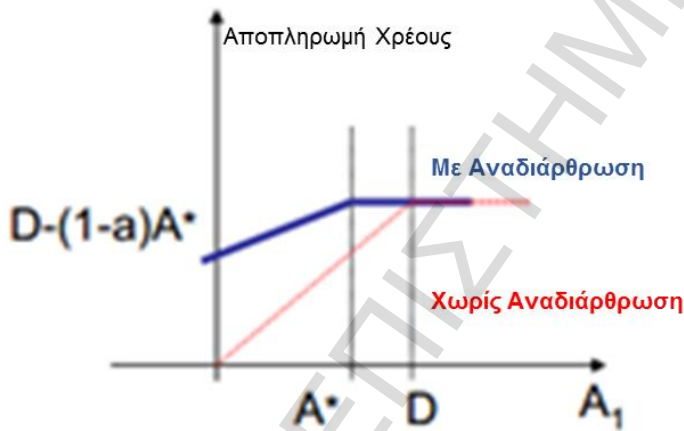


Κράτος σε τιμή υψηλότερη της τρέχουσας $(1+m)$ α $V(A)$, ώστε να μειωθεί η πιθανότητα default στο επιθυμητό επίπεδο στόχο, χωρίς οι παλαιοί μέτοχοι να υποστούν dilution. Τα έσοδα από την πώληση παραμένουν στον ισολογισμό της Τράπεζας εν είδει μετρητών. Το πρόγραμμα αυτό συνεπάγεται τη μεγαλύτερη επιβάρυνση σε όρους δημοσίου χρήματος σε σχέση με όλα τα υπόλοιπα προγράμματα.

Πίνακας 3
Ενεργητικό & Παθητικό μίας Τράπεζας μετά την Πώληση Περιουσιακών Στοιχείων (α)



Διάγραμμα 12.
Αποπληρωμή Χρέους μετά την Πώληση Περιουσιακών Στοιχείων (α)



Μετά την αναδιάρθρωση, στον ισολογισμό της Τράπεζας έχουμε νέα μετρητά και τα αρχικά στοιχεία ενεργητικού που δεν πωλήθηκαν $(1-\alpha) A$, τα οποία έχουν μεγαλύτερη αναμενόμενη αξία και χαμηλότερο κίνδυνο απ' ότι τα αρχικά στοιχεία ενεργητικού προ αναδιάρθρωσης. Επειδή δε, μειώνεται η πιθανότητα default, αυξάνεται και η αξία του χρέους.

Συνεπώς για την ίδια τιμή-στόχο της πιθανότητας default, η αύξηση της αξίας του χρέους είναι μεγαλύτερη απ' ότι στην ανακεφαλαιοποίηση με την έκδοση κοινών μετοχών.

5.5.9 Η πρόταση της "Goldman Sachs" (The Sachs Proposal, 2009)

Συνιστά τροποποίηση του προγράμματος πώλησης στοιχείων του ενεργητικού της τράπεζας. Αντί για τη χρήση της τιμής αγοράς, η Goldman Sachs προτείνει την



πώληση από την Τράπεζα τμήματος α του ενεργητικού της στη λογιστική του αξία, ώστε να αποφύγει να εγγράψει τις απομειώσεις στον ισολογισμό της τώρα, αλλά με την προϋπόθεση να καλύψει μελλοντικά τις απώλειες που θα υποστεί το Κράτος από την αγοραπωλησία αυτή, κατά τη στιγμή που το τελευταίο θα μεταπωλήσει τα στοιχεία αυτά. Η εκ των υστέρων κάλυψη των απωλειών του Κράτους προτείνεται να γίνει με την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου από την Τράπεζα. Ειδικότερα, το Κράτος θα λάβει κατά την αγοραπωλησία warrants, που θα του δίνουν το δικαίωμα να λάβει μελλοντικά κοινές μετοχές ίσης αξίας με την ζημιά που θα υποστεί κατά τη μεταπώληση των στοιχείων ενεργητικού. Φυσικά, οι παλαιοί μέτοχοι αναμένεται να υποστούν dilution.

Αυτό το μέτρο συνιστά έμμεση κρατική ενίσχυση προς τους κατόχους χρέους των τραπεζών, καθώς μειώνει την πιθανότητα default της τράπεζας και συγχρόνως αυξάνει το ποσοστό αποπληρωμής χρέους. Το Κράτος δεν λαμβάνει τίποτα, έως ότου το χρέος αποπληρωθεί πλήρως, καθώς η αξία των ιδίων κεφαλαίων μηδενίζεται σε περίπτωση default, ενώ οι μέτοχοι της τράπεζας επιβαρύνονται σε κάθε περίπτωση: εάν η αξία του ενεργητικού που πωλείται προκύψει μεγαλύτερη από τη λογιστική του αξία, το κέρδος από τη διαφορά περιέρχεται στο Κράτος (η θέση των μετόχων διατηρείται αμετάβλητη). Σε αντίθετη περίπτωση, οι παλαιοί μέτοχοι λαμβάνουν μόνο την αρχική λογιστική αξία.

5.6. Ιδιωτικό και Κοινωνικό Πλεόνασμα από την Αναδιάρθρωση

Εάν θεωρήσουμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές της Τράπεζας ως μία πίτα που μοιράζεται μεταξύ μετόχων και κατόχων χρέους (πιστωτών), η διαδικασία της αναδιάρθρωσης αυξάνει το μέγεθος αυτής της πίτας. Το Κράτος, κατά την παρέμβασή του, θα πρέπει να λάβει υπόψη του τα αντικρουόμενα κίνητρα και αναμενόμενα κέρδη όλων των ενδιαφερομένων μερών. Για παράδειγμα, η μείωση της πιθανότητας default της Τράπεζας, μέσω της αναδιάρθρωσης, ενδέχεται να προσελκύσει νέους πελάτες που μέχρι πρότινος ήταν επιφυλακτικοί ως προς τη φερεγγυότητά της. Αυτό το δυναμικό ιδιωτικό πλεόνασμα μπορεί να διευκολύνει τη διαδικασία της αναδιάρθρωσης και να περιορίσει ή ακόμη και να εκμηδενίσει την ανάγκη για συμμετοχή κρατικών πόρων. Ένα πετυχημένο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης συνδυάζει στοιχεία από περισσότερα του ενός εκ των προαναφερόμενων προγραμμάτων. Λόγου χάρη, η αποκλειστική παροχή



εγγυήσεων στα στοιχεία ενεργητικού της Τράπεζας ενδέχεται να αποδυναμώσει τα κίνητρα της Διοίκησης για βελτιστοποίηση των μελλοντικών κερδών που απορρέουν από αυτά, ενώ η αποκλειστική εκ των προτέρων κρατική κεφαλαιακή ενίσχυση ενδέχεται να δημιουργήσει στη Διοίκηση της Τράπεζας ευκαιρίες για προώθηση ιδίων συμφερόντων.

Κόστος οικονομικής δυσχέρειας (costs of financial distress)

Είναι ευρέως αποδεκτό ότι η υψηλή πιθανότητα default μειώνει τη συνολική αξία μίας επιχείρησης. Μία Τράπεζα θεωρείται ότι διατρέχει χρηματοπιστωτικό κίνδυνο όταν η μείωση της αξίας της καθίσταται οικονομικά σημαντική. Στην παρούσα ανάλυση αυτό συμβαίνει όταν η πιθανότητα default της Τράπεζας είναι μεγαλύτερη από την τιμή στόχο ($p > p^*$). Από το συνολικό κόστος οικονομικής δυσχέρειας, ένα μικρό ποσοστό αντιστοιχεί στο άμεσο *ex post* κόστος πτώχευσης (πχ. αμοιβές δικηγόρων/ νομικών συμβούλων). Το μεγαλύτερο όμως ποσοστό αντιστοιχεί στο έμμεσο *ex ante* κόστος. Για παράδειγμα, οι καταθέτες, οι συναλλασσόμενες τράπεζες στη διατραπεζική αγορά και οι υπάλληλοι τείνουν να αποφεύγουν μία Τράπεζα που θεωρείται ότι διατρέχει άμεσο κίνδυνο default. Ακόμη, η Διοίκηση της Τράπεζας ενδέχεται να στρέψει την προσοχή της στη διάσωση της Τράπεζας και να παραμερίσει την τρέχουσα διαχείριση των τραπεζικών εργασιών. Επίσης, μία Τράπεζα που διατρέχει κίνδυνο default ενδέχεται να απορρίψει κάποια projects με θετική αξία, όπως πχ. προγράμματα πιστωτικής επέκτασης (αυτό συμβαίνει διότι το μεγαλύτερο μέρος της αξίας που θα παραχθεί από αυτά τα projects θα περάσει στα χέρια των κατόχων χρέους, την ίδια στιγμή που όλο το κόστος θα αναλάβουν οι μέτοχοι. Καθώς δε οι μέτοχοι είναι αυτοί που ελέγχουν την Τράπεζα, δεν θα δεχθούν να χρηματοδοτήσουν τα εν λόγω projects), μειώνοντας έτσι τη συνολική της αξία. Εν γένει, η μείωση της πιθανότητας default στην τιμή – στόχο ενδέχεται να δημιουργήσει επιπλέον αξία, την οποία αποκαλούμε ιδιωτικό πλεόνασμα από την αναδιάρθρωση (*private restructuring surplus*).

Ένας φειδωλός τρόπος για να περιγράψει κανείς τα πιθανά οφέλη ενός προγράμματος αναδιάρθρωσης είναι ο εξής: όταν η πιθανότητα default της Τράπεζας είναι μεγαλύτερη από την τιμή – στόχο, οι *ex post* απολαβές από ένα στοιχείο



ενεργητικού γίνονται μικρότερες από τις δυναμικές κατά ένα ποσό C [όταν λαμβάνει χώρα η αναδιάρθρωση, η αθροιστική συνάρτηση πυκνότητας πιθανότητας default F μετατοπίζεται δεξιά και γίνεται $F'(\bullet) = F(\bullet + C)$].

Συνεπώς, η αναδιάρθρωση καθίσταται ένα παιχνίδι θετικού αποτελέσματος (positive-sum game) πέραν του πλεονάσματος C , το οποίο μοιράζεται μεταξύ κατόχων χρέους/ πιστωτών και μετόχων. Κατά τα χρηματοοικονομικά των επιχειρήσεων, το κόστος οικονομικής δυσχέρειας για μία μη χρηματοπιστωτική επιχείρηση έχει υπολογιστεί μεταξύ του 10% και 23% της αξίας της επιχείρησης μετά την αναδιάρθρωση. Το πλεόνασμα C παράγεται όταν η πιθανότητα default γίνεται μικρότερη της προσδιορισμένης τιμής – στόχου και, επειδή ακριβώς διανέμεται μεταξύ μετόχων και πιστωτών, ενισχύονται τα κίνητρα των τελευταίων να επαναδιαπραγματευθούν προς επίτευξη συμβιβαστικής λύσης.

Κοινωνικά οφέλη και η συμμετοχή του Κράτους

Η αναδιάρθρωση μίας συστημικά σημαντικής Τράπεζας αναμφισβήτητα παράγει συνολικά οικονομικά οφέλη, ιδίως όταν η Τράπεζα βρίσκεται στα πρόθυρα της κατάρρευσης. Το μέγεθος του συνολικού κοινωνικού οφέλους B καθορίζει το ανώτατο όριο της συμμετοχής του Κράτους σε ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης. Το κοινωνικό όφελος εξαρτάται και από το βαθμό στον οποίο επηρεάζονται οι υπόλοιπες Τράπεζες από μία ενδεχόμενη πτώχευση της υπό διάσωση Τράπεζας (ή αλλιώς από το βαθμό στον οποίο διαταράσσεται η ομαλή λειτουργία του συστήματος πληρωμών), αλλά και από το πόσο αναπάντεχο είναι το πτωχευτικό γεγονός. Να σημειωθεί εδώ, ότι το Κράτος έχει απευθείας μερίδιο σε μία ιδιωτική Τράπεζα, από τη στιγμή που συμμετέχει στο πρόγραμμα εγγύησης καταθέσεων.

Δεδομένης της κρατικής παρέμβασης, η αναδιάρθρωση καθίσταται ένα παιχνίδι θετικού αποτελέσματος όταν το συνολικό πλεόνασμα (S), ιδιωτικό (C) και κοινωνικό (B), διανέμεται μεταξύ μετόχων, πιστωτών και Κράτους. Προς τούτο, διακρίνουμε τρεις περιπτώσεις:



1. Εάν το ιδιωτικό πλεόνασμα από την αναδιάρθρωση είναι μεγαλύτερο από τη βελτίωση της αξίας του χρέους, $C > V'(D) - V(D)$, δεν κρίνεται αναγκαία η κρατική συμμετοχή, παρά τις ενδεχόμενες πιέσεις από τα ενδιαφερόμενα μέρη.
2. Εάν η κρατική συμμετοχή κρίνεται απαραίτητη, το Κράτος επιθυμεί να συνδράμει στην αναδιάρθρωση με ένα ποσό κρατικών πόρων T , από τη στιγμή που το αναμενόμενο συνολικό όφελος που θα προκύψει είναι μεγαλύτερο από το ποσό της κρατικής συμμετοχής, $B > T$. Το ελάχιστο κόστος για το Κράτος, προκειμένου να μειωθεί η πιθανότητα default στην τιμή – στόχο, είναι $V'(D) - V(D) - C$, ισούται δηλαδή με τη μεταβολή στην αξία του χρέους της Τράπεζας μείον το ιδιωτικό πλεόνασμα C που προκύπτει από την αναδιάρθρωση.
3. Εάν τα κοινωνικά οφέλη είναι μικρά, $B < V'(D) - V(D) - C$, το συνολικό πλεόνασμα εξακολουθεί να έχει θετικό πρόσημο, εντούτοις είναι πολύ μικρό, έτσι ώστε να απαιτείται μεταβολή των δανειακών συμβάσεων προκειμένου να βελτιωθεί ή θέση των μετόχων της Τράπεζας και του Κράτους. Εδώ, το Κράτος θα πρέπει να οργανώσει την επαναδιαπραγμάτευση των δανειακών συμβάσεων, προκειμένου να επιτευχθεί μία αμοιβαία επωφελής αναδιάρθρωση.

5.7. Σχεδιασμός του Προγράμματος Αναδιάρθρωσης

Τόσο το κοινωνικό όσο και το ιδιωτικό πλεόνασμα που απορρέουν από ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης που μειώνει την πιθανότητα default της Τράπεζας, δεν καθορίζονται εξωγενώς, αλλά επηρεάζονται άμεσα από το σχεδιασμό του εκάστοτε προγράμματος. Μεταξύ εναλλακτικών προγραμμάτων που επιτυγχάνουν την μείωση της πιθανότητας default στην προσδιορισμένη τιμή – στόχο, πιο αποτελεσματικά κρίνονται εκείνα που μεγιστοποιούν το συνολικό πλεόνασμα $B + C$, ελαχιστοποιώντας συγχρόνως το ύψος της κρατικής συμμετοχής. Εδώ, υπεισέρχονται και διάφοροι περιορισμοί, όπως η κατανομή του ταλέντου ή τα κίνητρα της Διοίκησης, που επίσης θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά το σχεδιασμό ενός προγράμματος αναδιάρθρωσης.



Κατανομή του ταλέντου

Εύρος ελέγχου και προσοχής: Ένας τρόπος για να αυξηθεί η παραγωγικότητα της Διοίκησης, είναι η απομάκρυνση τοξικών στοιχείων από το ενεργητικό της Τράπεζας. Αυτό μπορεί να επιτευχθεί είτε με την εκποίηση τους, είτε με την πρακτική του διαχωρισμού «καλής» και «κακής» Τράπεζας. Η απομάκρυνση αυτών των επισφαλών στοιχείων ενεργητικού από τον ισολογισμό της Τραπεζής, δίνει τη δυνατότητα στη Διοίκηση να επικεντρωθεί στις τυπικές τραπεζικές εργασίες, και να μη σπαταλά χρόνο στη διαχείριση «κακών» περιουσιακών στοιχείων, τα οποία άλλοι ειδικοί (πχ. δικηγόροι εξειδικευμένοι στο πτωχευτικό δίκαιο είτε διαχειριστές κεφαλαίων-γύπτες) μπορούν να διαχειριστούν με περισσότερη τεχνογνωσία.

Τεχνογνωσία: Οι διευθυντικές αποφάσεις θα πρέπει να λαμβάνονται από υπαλλήλους με το κατάλληλο επίπεδο εμπειρίας και τεχνογνωσίας, ιδίως όταν στο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης συμμετέχει και το Δημόσιο. Θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στο σχεδιασμό μηχανισμών αξιολόγησης και ελέγχου των στελεχών ανώτερης και ανώτατης διοίκησης, και δη στις Τράπεζες όπου το Δημόσιο διατηρεί κάποιο μερίδιο ελέγχου. Αυτή η αρχή επεκτείνεται, πέραν των Τραπεζών, και στις εταιρείες διαχείρισης κεφαλαίων. Με άλλα λόγια, η αναδιάρθρωση των Τραπεζών, ιδίως δε με τη μορφή της πώλησης στοιχείων ενεργητικού, θα πρέπει να γίνεται εν είδει συνεργασίας δημόσιου και ιδιωτικού τομέα. Ένας διαφανής και αποδοτικός τρόπος επιλογής manager είναι η «δημοπράτηση» του συμβολαίου σε μία προκαθορισμένη ομάδα επαγγελματιών επενδυτών που πληρούν συγκεκριμένα ποιοτικά κριτήρια.

Ηθικός κίνδυνος («μυστικές ενέργειες»)

Ελεύθερες ταμειακές ροές (κατασπατάληση της κρατικής χρηματοδότησης): Οι ενέσεις δημοσίου χρήματος εκ των προτέρων, πριν την πραγματοποίηση των εσόδων από τα στοιχεία ενεργητικού, ενδέχεται να ενισχύσουν τα κίνητρα των Διοικούντων για τη χρήση των κρατικών πόρων προς επίτευξη ιδίου οφέλους (πχ. αύξηση bonus και λοιπών προνομίων). Επιπλέον, οι μέτοχοι ενδέχεται να απαιτήσουν την πληρωμή μεγαλύτερου μερίσματος. Προκειμένου να αντιμετωπιστούν αυτά τα προβλήματα, το



Δημόσιο θα πρέπει να στραφεί σε μέτρα εκ των υστέρων ενίσχυσης της Τράπεζας, πχ παροχή εγγυήσεων σε στοιχεία του ενεργητικού.

Κίνητρα για τη Διοίκηση μίας αναδιάρθρωμένης Τράπεζας: Θα πρέπει να δοθούν κίνητρα στη Διοίκηση για τη μεγιστοποίηση της τελικής αξίας ενεργητικού της Τράπεζας (A1). Για παράδειγμα, η παροχή κρατικών εγγυήσεων σε στοιχεία του ενεργητικού ενδέχεται να κάμψει τα κίνητρα της Διοίκησης για μεγιστοποίηση του A1, αλλά και των μετόχων για αποτελεσματικό έλεγχο των ενεργειών της Διοίκησης (σε αντίθεση με την προηγούμενη παράγραφο).

Η επιλογή του βέλτιστου προγράμματος αναδιάρθρωσης έγκειται στη σχετική σημασία των δύο άνω σημείων.

Στην πρόταση της Goldman Sachs' εντοπίζεται το αντίστροφο πρόβλημα: τα στοιχεία ενεργητικού της Τράπεζας αγοράζονται από το Δημόσιο στην ονομαστική τους αξία και οι Τράπεζες δεσμεύονται να καλύψουν τυχόν ζημίες που θα υποστεί το Δημόσιο από τη μεταπώλησή τους σε χαμηλότερη τιμή από την τιμή αγοράς, εκ των υστέρων (δηλ. κατά το χρόνο της μεταπώλησης). Αυτή η παροχή πλήρους εξασφάλισης εκ μέρους των Τραπεζών, ενδέχεται να χαλαρώσει τα κίνητρα του Κράτους για επίτευξη της καλύτερης δυνατής τιμής εκποίησης/ ρευστοποίησης.

Ανησυχίες για το μέλλον

Θετικές μεσοπρόθεσμες επιδράσεις των μετατρέψιμων ομολογιών: Κατά την αξιολόγηση ενός προγράμματος αναδιάρθρωσης θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι επιπτώσεις του όχι μόνο στην επόμενη περίοδο αλλά και μεσοπρόθεσμα. Θα πρέπει να εμπεριέχει ένα πρόγραμμα δράσης σε περίπτωση που οι προοπτικές της Τράπεζας χειροτερέψουν περαιτέρω σε κάποιο χρονικό σημείο στο μέλλον. Ειδικότερα, η εισαγωγή της μετατρεψιμότητας στο νεοεκδιδόμενο χρέος θεωρείται ότι αυξάνει το πλεόνασμα της αναδιάρθρωσης, καθώς συνιστά έναν αυτόματο μηχανισμό αναδιάρθρωσης σε μελλοντικές περιόδους. Έστω πχ. ότι η Τράπεζα προχωρά σε AMK την περίοδο t_0 , με την έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών, αλλά η πιθανότητα default στο



μέλλον αποδεικνύεται μεγαλύτερη από την αναμενόμενη. Σε αυτή την περίπτωση, η εκδότρια Τράπεζα έχει τη δυνατότητα να μετατρέψει τις μετατρέψιμες ομολογίες σε κοινές μετοχές, μειώνοντας έτσι την πιθανότητα default στο μέλλον (Stein, 1992).

Μακροπρόθεσμες επιδράσεις: Προς αποφυγή μελλοντικών κρίσεων, κρίνεται αναγκαία η εκ των προτέρων αναγνώριση των μακροπρόθεσμων επιπτώσεων του σχεδιαζόμενου προγράμματος αναδιάρθρωσης. Το πρόβλημα ηθικού κινδύνου, που είναι εγγενές στα «πολύ μεγάλα για να πτωχεύσουν» (too-big-to-fail) τραπεζικά ιδρύματα, εντείνεται όταν η ισχύουσες ποινές προς τη Διοίκηση και τους μετόχους (και εν συνεχεία τους πιστωτές) είναι μικρές, σε αναντιστοιχία προς τη μεγάλη επιβάρυνση του κρατικού προϋπολογισμού (και κατ' επέκταση των φορολογουμένων) από τη συμμετοχή του Δημοσίου στην αναδιάρθρωση.

Πολιτικοί περιορισμοί

Κόστος ευκαιρίας για το Δημόσιο: Δεδομένου ότι το Δημόσιο διαθέτει περιορισμένους πόρους, θα πρέπει να συνυπολογίσει τους περιορισμούς που ενδέχεται να επιφέρει η συμμετοχή σε ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης στην ανάληψη εναλλακτικών δημοσίων επενδύσεων. Επιπλέον, δεδομένων των πολιτικών πιέσεων και των επιταγών της δημοσιονομικής πολιτικής, το κόστος άμεσης κινητοποίησης ρευστών πόρων ενδέχεται να είναι υψηλό (Johnson & Kwak 2009). Προς τούτο, είναι προτιμητέα τα μέτρα ασφάλισης του ενεργητικού είτε η διαφοροποιημένη πρόταση Caballero (ασφάλιση στην έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου), τα οποία συνεπάγονται εκ των υστέρων μεταβιβάσεις δημοσίων πόρων.

Πολιτική επιρροή στις Διοικήσεις των Τραπεζών: Εάν το Κράτος εξακολουθεί να είναι ο βασικός μέτοχος της τράπεζας για μία μακρά περίοδο, θα ανέκυπτε γενικό πρόβλημα για τις κρατικές επιχειρήσεις. Οι μέτοχοι με δικαίωμα ψήφου θεωρείται ότι ελέγχουν το management, αλλά το Δημόσιο δεν έχει τα απαραίτητα μέσα για να επιτελέσουν αυτή τη λειτουργία. Έτσι είναι συχνό το φαινόμενο της κακοδιαχείρισης, καθώς το Κράτος υστερεί σε εξειδικευμένα στελέχη και τεχνογνωσία και ενδέχεται να υποκύπτει σε πολιτικές πιέσεις ως προς την πολιτική χορηγήσεων της τράπεζας. Αυτό



ενδέχεται να αποθαρρύνει την εθελοντική συμμετοχή της Τράπεζας στο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης. Η ανακεφαλαιοποίηση με τη χρήση υβριδικών μέσων, χωρίς δικαιώματα ψήφου, μπορεί να αποτελέσει λύση στο πρόβλημα αυτό της μη χρηστής διοίκησης. Εάν η πιθανότητα άμεσης μετέπειτα πώλησης των κρατικών μεριδίων (άμεσης απαλλαγής από τον κρατικό έλεγχο) είναι μικρή, ένας τρόπος αποφυγής της αναποτελεσματικότητας που συνεπάγεται ο κρατικός έλεγχος είναι η κατοχή εκ μέρους του Δημοσίου κοινών μετοχών χωρίς δικαιώματα ψήφου. Εντούτοις, από την ανισότητα που θα δημιουργείτο μεταξύ δικαιωμάτων ελέγχου και δικαιωμάτων επί των ταμειακών ροών, ενδέχεται να ανακύψει ένα άλλο είδος κακοδιαχείρισης. Για παράδειγμα, άλλοι μέτοχοι ενδέχεται να χρησιμοποιήσουν τα *de facto* δικαιώματα ελέγχου τους και να διαχειριστούν τα κέρδη της τράπεζας εις βάρος των φορολογουμένων (*tunneling*). Επιπλέον, ακόμη και χωρίς δικαιώματα ψήφου, η Κυβέρνηση είναι κάποιες φορές σε θέση να επηρεάσει, τουλάχιστον μερικώς, τις αποφάσεις της Διοίκησης της τράπεζας, εφόσον η Τράπεζα συμμετέχει σε κάποιο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης υπό την καθοδήγηση της Κυβέρνησης.

Όταν η χρεοκοπία/ πτώχευση είναι αναπόφευκτη

Εάν η *realized* αξία του ενεργητικού της Τραπεζής είναι μικρότερη από το προσδιορισμένο κατώτατο επίπεδο ($A1 < A^*$), η βέλτιστη επιλογή για την Κυβέρνηση είναι να την αφήσει να χρεοκοπήσει. Ειδικότερα, εάν η Τράπεζα αντιμετωπίζει έντονο πρόβλημα ρευστότητας στην αγορά είτε λόγω συρρίκνωσης της καταθετικής της βάσης, ενδέχεται να μην είναι άμεσα διαθέσιμες εναλλακτικές λύσεις. Ακόμη όμως και σε αυτή την ύστατη περίπτωση, η Κυβέρνηση οφείλει να μετριάσει τις καταστροφικές συνέπειες από την κατάρρευση ενός πιστωτικού ιδρύματος. Στην περίπτωση μίας τυπικής εταιρείας που διατρέχει κίνδυνο, τα ιδιωτικά επενδυτικά κεφάλαια είτε ανταγωνίστριες επιχειρήσεις θα έσπευδαν να την εξαγοράσουν. Εντούτοις στην περίπτωση μίας Τράπεζας, δεν υπάρχει ο απαραίτητος χρόνος ώστε οι ιδιώτες επενδυτές να διεξάγουν *due diligence*, διότι οι Τράπεζες αφενός παρουσιάζουν υψηλό βαθμό μόχλευσης και ενδέχεται να καταρρεύσουν άμεσα πριν την ολοκλήρωση της διαδικασίας του *due diligence* και αφετέρου, τα στοιχεία του ενεργητικού τους είναι πολύ πιο αδιαφανή (σε σύγκριση με το ενεργητικό εταιρειών άλλων κλάδων), ώστε η διαδικασία του *due*



diligence να είναι πιο χρονοβόρα (6μηνο ή και περισσότερο).

Προς επίτευξη μίας ομαλής επίλυσης, η προσωρινή εθνικοποίηση κρίνεται αναπόφευκτη (και δη για τις μικρότερες τράπεζες). Η πρακτική αυτή προσομοιάζει με την ιδιωτική επίλυση που επιτυγχάνεται στις υπό κατάρρευση επιχειρήσεις άλλων κλάδων (πχ. εξαγορά από επενδυτικά κεφάλαια – γύπες). Με την κατοχή ενός μεγάλου μεριδίου κοινών μετοχών, η Κυβέρνηση είναι σε θέση να ασκεί έλεγχο στη Διοίκηση της τράπεζας. Ειδικότερα, μπορεί να συγκεντρώνει όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για τη σωστή αποτίμηση των στοιχείων ενεργητικού αλλά και την ακριβέστερη εκτίμηση των όρων ρευστότητάς της. Ως μέτοχος πλειοψηφίας, κατέχει ισχυρή θέση ώστε να ασκεί πίεση στους κατόχους χρέους και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη, προκειμένου να αναλάβουν μερίδιο του κόστους διάσωσης, μειώνοντας συγχρόνως την επιβάρυνση των φορολογουμένων, επιταχύνοντας τη διαδικασία επίλυσης και κατόπιν πωλώντας την τράπεζα σε ιδιώτες επενδυτές.

Εφόσον η προσωρινή εθνικοποίηση δεν μπορεί να αποφευχθεί, χρειάζεται περαιτέρω διάλογος αναφορικά με το εύρος του χρέους για το οποίο θα πρέπει να παρασχεθούν εγγυήσεις, πέρα από τις καταθέσεις που εξασφαλίζονται μέσω του προγράμματος εγγύησης καταθέσεων και τις λοιπές αξίες που ασφαλιζονται με τη χρήση άλλων οργάνων. Ακόμη και χωρίς πρότερη διευθέτηση, προκειμένου να διασωθεί το σύστημα πληρωμών τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα, θα πρέπει να παρέχονται εγγυήσεις επί των συναλλακτικών μέσων (πχ. διατραπεζικός δανεισμός, παροχή εγγυήσεων από την τράπεζα επί αξιογράφων που υποστηρίζονται από πιστωτικές κάρτες και λογαριασμούς πληρωτέους). Η παροχή εγγυήσεων επί μακροπρόθεσμου χρέους είναι λιγότερο αιτιολογημένη.

5.8. Συμπεράσματα

Κατά το σχεδιασμό ενός προγράμματος αναδιάρθρωσης μίας συστημικής τράπεζας, η μείωση της επιβάρυνσης του κρατικού προϋπολογισμού (των φορολογουμένων) συνιστά πρωτεύον ζήτημα. Ουσιαστικά, αυτό μπορεί να επιτευχθεί



μέσω της αποφυγής μη αναγκαίων κρατικών επιδοτήσεων προς τους κατόχους χρέους και της μεγιστοποίησης της οικονομικής αξίας που θα προκύψει από την αναδιάρθρωση. Δεν υπάρχει σαφώς μαγική λύση. Ακολουθεί μία σύνοψη των βασικών ευρημάτων – συμπερασμάτων της μέχρι τώρα ανάλυσης:

Στα πλαίσια του υποδείγματος Modigliani – Miller, όπου οι ταμειακές ροές είναι ανεξάρτητες από την κεφαλαιακή δομή της Τράπεζας, η αναδιάρθρωση δύναται να επιτευχθεί μέσω της μετατροπής μέρους του χρέους σε ίδια κεφάλαια, το οποίο όπως είναι πρακτικά δύσκολο.

Χωρίς τη μεταβολή των δανειακών συμβάσεων, όλα τα προγράμματα αναδιάρθρωσης συνεπάγονται μεταβιβάσεις δημοσίου χρήματος στις Τράπεζες. Τα προγράμματα που προβλέπουν επιδότηση της ΑΜΚ της Τράπεζας με έκδοση κοινών μετοχών είτε επαναγορά χρέους πλησιάζουν το βέλτιστο. Οι επιδοτούμενες από το Δημόσιο πωλήσεις στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών είναι πιο κοστοβόρες για τους φορολογούμενους, καθώς επωφελούνται περισσότερο οι κάτοχοι χρέους/ πιστωτές.

Κατά τον ακριβή σχεδιασμό του προγράμματος αναδιάρθρωσης, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η αξία που δημιουργείται είτε χάνεται από τη μεταβολή στη συμπεριφορά των συμμετεχόντων στην αναδιάρθρωση. Επιπλέον, χρειάζεται τεχνογνωσία και η παροχή κινήτρων από πλευράς management της Τραπεζής.

Εάν τα στοιχεία ενεργητικού της Τράπεζας είναι υποεκτιμημένα, είτε λόγω προβλημάτων ρευστότητας είτε λόγω του “lemons problem” που αναφέρθηκαν παραπάνω, το Δημόσιο μπορεί να κερδίσει χρήματα από την αγορά των στοιχείων αυτών σε τιμή μεγαλύτερη από την αγοραία, αλλά μικρότερη από την εσωτερική τους. Εντούτοις, ορισμένοι αντιλέγουν ότι είναι δύσκολο να αξιολογήσει κανείς εάν τα εν λόγω στοιχεία ενεργητικού είναι πράγματι υποτιμημένα.

Η ασύμμετρη πληροφόρηση αναφορικά με την αξία των μελλοντικών payoffs αυξάνει την απροθυμία των παλαιών μετόχων να συμμετάσχουν σε ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης που περιλαμβάνει την έκδοση νέων απαιτήσεων. Το ζήτημα αυτό



μπορεί να αντιμετωπιστεί (α) με τη διεξαγωγή stress tests και αξιόπιστη δημοσιοποίηση των αποτελεσμάτων τους (β) με την υιοθέτηση προγραμμάτων υποχρεωτικής αντί εθελοντικής συμμετοχής (γ) με την παροχή υπό αίρεση εγγυήσεων στις τράπεζες, προς αποφυγή έκδοσης νέων απαιτήσεων και (δ) με την έκδοση εκ μέρους των τραπεζών απαιτήσεων, λιγότερο ευαίσθητων στην πληροφόρηση, όπως είναι οι μετατρέψιμες ομολογίες ή οι προνομιούχες μετοχές.

Μακροπρόθεσμα, είναι σημαντική η επιβολή κυρώσεων στους manager και τους μετόχους τραπεζών που έχουν διασωθεί από το Δημόσιο, ώστε να αποφευχθεί στο μέλλον παρόμοια συμπεριφορά ανάληψης υψηλού ρίσκου.

Συνολικά, το πρόγραμμα αναδιάρθρωσης μίας συστημικά σημαντικής τράπεζας θα πρέπει να συνδυάζει κατά περίπτωση μία δέσμη μέτρων, τόσο από την πλευρά του ενεργητικού (πχ. πώληση τοξικών στοιχείων) όσο και από την πλευρά του παθητικού (πχ. ανακεφαλαιοποίηση με την έκδοση προνομιούχων μετοχών). Αν και τα ασφυκτικά σε κάποιες περιπτώσεις χρονικά περιθώρια συνιστούν περιοριστικό παράγοντα, σίγουρα μπορούν να επιτευχθούν κάποιες βελτιώσεις από πλευράς σχεδιασμού. Λόγου χάρη, το ύψος της τελικής επιβάρυνσης των φορολογούμενων και το ποιοι είναι οι τελικοί αποδέκτες των κρατικών επιδοτήσεων θα πρέπει να διευκρινίζονται, όπως επίσης και να μην δίδεται υπερβολική εύνοια στις Διοικήσεις και τους μετόχους των υπό διάσωση τραπεζών.

Ακόμη, ένα πρόγραμμα αναδιάρθρωσης δεν θα πρέπει να κρίνεται βάσει του αντίκτυπου που έχει στις χρηματιστηριακές αγορές. Η αντίδραση των αγορών καθορίζεται από το κενό μεταξύ των πρότερων προσδοκιών και του τελικού προγράμματος που εξαγγέλλεται – οι αναμενόμενες μεταβιβάσεις δημοσίου χρήματος στις τράπεζες ενδέχεται να είναι μικρότερες ή μεγαλύτερες από αυτές που τελικά ανακοινώνονται. Επιπλέον, ακόμη και όταν η επίσημη ανακοίνωση «σκάει» ξαφνικά, μία αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της τραπεζικής μετοχής δεν συνιστά πάντα καλά νέα. Από τη μία, ενδέχεται να προμηνύει αύξηση του πλεονάσματος, τόσο του ιδιωτικού (πχ. περιορισμός του κόστους της οικονομικής δυσχέρειας της τράπεζας), όσο και του κοινωνικού (πχ. σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος). Από την άλλη



όμως, ενδέχεται να προμηνύει πολύ μεγάλη μεταβίβαση δημοσίου χρήματος προς τους μετόχους της τράπεζας, σε βάρος των φορολογουμένων. Στην περίπτωση των προγραμμάτων υποχρεωτικής εφαρμογής, ένα καλό πρόγραμμα δύναται να οδηγήσει σε μείωση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής της τράπεζας, καθώς οι μέτοχοι αναγκάζονται να αναλάβουν μεγαλύτερο μερίδιο ευθύνης στο κόστος διάσωσης.

Μακροπρόθεσμα, θα πρέπει να καμφθούν αρκετοί περιορισμοί, προκειμένου η αναδιάρθρωση συστημικών τραπεζών να καταστεί λιγότερο σύνθετη και κοστοβόρα. Ειδικότερα, κρίνεται αναγκαίος ο σχεδιασμός ενός αρτιότερου νομικού πλαισίου, ώστε να διεκπεραιώνεται γρηγορότερα η επαναδιαπραγμάτευση των δανειακών συμβάσεων και να περιορίζεται ο συστημικός κίνδυνος. Για παράδειγμα, η αδιαφάνεια στο τραπεζικό σύστημα μπορεί να περιοριστεί με την θεσμοθέτηση της υποχρέωσης για έγκαιρη και εις βάθος δημοσιοποίηση πληροφοριών σε σχέση με τη σύνθεση και την ποιότητα των στοιχείων ενεργητικού από την τράπεζα. Οι ρυθμιστικές αρχές λειτουργίας των τραπεζών μπορούν ακόμη να παρακινήσουν τις τράπεζες να ενσωματώνουν ρήτρες μετατροπής κατά τη σύναψη μακροχρόνιων δανειακών συμβάσεων, ώστε το χρέος να μπορεί αυτόματα να μετατραπεί σε κοινό μετοχικό κεφάλαιο σε κατάσταση ανάγκης.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο

«ΑΝΑΔΙΑΡΘΡΩΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ»

Σε αυτό το κεφάλαιο επιχειρείται μία παρουσίαση των επτά συνηθέστερων μηχανισμών επίλυσης των χρηματοοικονομικών κρίσεων, μέσα από την ανάλυση ιστορικών παραδειγμάτων χωρών που τους έχουν εφαρμόσει στην πράξη.

Εξετάζεται, κατά περίπτωση, κατά πόσο οι πολιτικές αυτές επίτευξαν τους τιθέμενους στόχους και αντλούνται κάποια χρήσιμα συμπεράσματα για την αποτελεσματική αντιμετώπιση παρομοίων χρηματοοικονομικών κρίσεων στο μέλλον.

Δεδομένου ότι οι χρηματοοικονομικές κρίσεις χαρακτηρίζονται από μία γενικευμένη δυσχέρεια, τόσο των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων όσο και των επιχειρήσεων, ένα επιτυχημένο πρόγραμμα θα πρέπει να συμβάλλει στην ταυτόχρονη επιτυχή αναδιάρθρωση όχι μόνο του τραπεζικού συστήματος, αλλά και του επιχειρηματικού κλάδου.

Οι πολιτικές αναδιάρθρωσης που εξετάζονται είναι οι εξής:

- Ελαστική αντιμετώπιση των Τραπεζών από τις ρυθμιστικές αρχές (capital regulatory forbearance)
- Παροχή φορολογικών κινήτρων για την διαγραφή των μη εξυπηρετούμενων δανείων και την αποτύπωση στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της σχετικής ζημίας που υφίσταται η Τράπεζα
- Υπό όρους κρατικά επιδοτούμενες εκποιήσεις στοιχείων ενεργητικού τραπεζών
- Διαγραφή χρέους
- Ίδρυση και λειτουργία δημόσιας εταιρείας διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων
- Πώληση τραπεζικών ιδρυμάτων υπό την αιγίδα της Κυβέρνησης
- Ανακεφαλαιοποίηση με κρατικούς πόρους

Οι επτά αυτοί μηχανισμοί έχουν χρησιμοποιηθεί παραδοσιακά από τις



Κυβερνήσεις προς επίλυση των χρηματοοικονομικών κρίσεων, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις έχουν εφαρμοστεί και παραλλαγές τους. Λόγου χάρη, η εθνικοποίηση μίας προβληματικής τράπεζας μπορεί να θεωρηθεί ως μία ακραία περίπτωση ανακεφαλαιοποίησης.

6.1. Α' Μηχανισμός

Ελαστική Αντιμετώπιση των Τραπεζών-Χαλαρό Ρυθμιστικό Πλαίσιο

Η ελαστικότητα στους κανόνες προληπτικής εποπτείας συνίσταται στην παροχή, από την Κυβέρνηση, της δυνατότητας στην Τράπεζα να καθυστερήσει την αναγνώριση των ζημιών της από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια (ή τη μείωση στα εποπτικά κεφάλαια), παρατείνοντας συγχρόνως το χρόνο που έχει στη διάθεσή της προκειμένου να ανακεφαλαιοποιηθεί με τη χρήση των κερδών της τρέχουσας χρήσης.

Η πολιτική αυτή συνήθως εφαρμόζεται όταν η κρίση βρίσκεται εν θερμώ, ενώ ενδέχεται να αποτελέσει μέρος ενός μακροπρόθεσμου σχεδιασμού, συνήθως λόγω της δυσκολίας απόσυρσης του συγκεκριμένου μέτρου για όσο διάστημα το τραπεζικό σύστημα θεωρείται αφερέγγυο στο σύνολό του. Κατ' ουσίαν παρέχεται στην Τράπεζα κρατική προστασία, χωρίς την ανάγκη συμμόρφωσης στην προληπτική ρυθμιστική αρχή.

Η κρίση των S&Ls της δεκαετίας του '80 στις ΗΠΑ (U.S. Savings & Loans crisis) συνιστά αντιπροσωπευτικό παράδειγμα εφαρμογής –και μάλιστα μακροπρόθεσμης – αυτού του μέτρου.

6.1.1. Η.Π.Α. – Κρίση S&Ls (δεκαετία '80)

Κατά τη δεκαετία του 1970, το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των Τραπεζικών Ιδρυμάτων διέφερε από το αντίστοιχο των Ιδρυμάτων Καταθέσεων - Χορηγήσεων (thrift institutions – εφεξής S&Ls), τα οποία ιδρύονταν και τελούσαν υπό την εποπτεία του Ομοσπονδιακού Συμβουλίου Τραπεζών Στεγαστικής Πίστης (Federal Home Loan Bank Board).



Τόσο η δραστηριότητά όσο και το επενδυτικό πρόγραμμα των τελευταίων οριοθετείτο από αυστηρούς κανονισμούς: διακρατούσαν στο Ενεργητικό τους στεγαστικά δάνεια σταθερού επιτοκίου τριακονταετούς διάρκειας, ενώ από την πλευρά του Παθητικού, χρηματοδοτούνταν μέσω λογαριασμών ταμιευτηρίου, παρουσιάζοντας έτσι μεγάλη αναντιστοιχία ληκτοτήτων μεταξύ στοιχείων Ενεργητικού και Παθητικού. Ο καλπάζων πληθωρισμός κατά τη δεκαετία αυτή, σε συνδυασμό με τη νομισματική πολιτική που ακολουθήθηκε από τη Fed μετά το 1979, οδήγησε σε απότομη αύξηση των επιτοκίων, γεγονός που προκάλεσε μεγάλες απώλειες στα ιδρύματα αυτά σε όρους αγοραίας καθαρής αξίας κατά τη διάρκεια των ετών 1979 – 1982. Το 1982 πολλά από αυτά οδηγήθηκαν στην πτώχευση (σε όρους ενσώματων κεφαλαίων) – Barth and Bartholomew 1992.

Αρχικά, οι Αρχές αντέδρασαν στην κατάρρευση αυτών των Ιδρυμάτων με επέκταση του πλαισίου δράσης τους (πχ. αγορά junk bonds, συμμετοχή στην αγορά παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων) και τροποποίηση των λογιστικών τους μεθόδων, ώστε ορισμένα εξ αυτών κατάφεραν να «καλύψουν» προσωρινά τη δεινή χρηματοοικονομική τους θέση. Δημιουργήθηκε λοιπόν, μία νέα γενιά αφερέγγυων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που, απουσία ρυθμιστικού πλαισίου, είχαν τη δυνατότητα να επιδίδονται σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου (όπως junk bonds), να αντλούν εξασφαλισμένα κεφάλαια μέσω της αγοράς των CDs (Certificates of Deposits), προκειμένου να χρηματοδοτήσουν την ταχεία ανάπτυξή τους, και να συμμετάσχουν στην αγορά παραγώγων.

Η αρχική αυτή αντίδραση της Κυβέρνησης αποδίδεται σε δύο βασικούς λόγους: (α) Η σύσταση και λειτουργία τους ρυθμίζεται κατ' αποκλειστικότητα από το συστημένο γι' αυτόν το σκοπό Ομοσπονδιακό Συμβούλιο και (β) Τόσο τα Ιδρύματα αυτά όσο και το Ομοσπονδιακό Συμβούλιο αγωνίζονται να διατηρήσουν το μερίδιό τους στην αγορά στεγαστικών δανείων (το οποίο πρότερα είχαν απωλέσει από άλλους χρηματοπιστωτικούς διαμεσολαβητές), με τη χρήση λογιστικών τεχνασμάτων και την επιδίωξη γρήγορου χρήματος. Επιπλέον, η Κεντρική Διοίκηση των ΗΠΑ δεν είχε κινητρο να ασκήσει πίεση, προκειμένου να αναγνωρίσουν τις ζημιές τους, καθώς κάτι τέτοιο θα



τα υποχρέωνε στην αναγνώριση υπέρογκων απωλειών και αναπόφευκτα θα σηματοδοτούσε τη χρηματοδότησή τους από τον κρατικό προϋπολογισμό, εις βάρος των φορολογουμένων. Το πολιτικό κόστος μίας τέτοιας επιλογής είναι αναμφισβήτητα μεγάλο.

Η ελαστικότητα των ρυθμιστικών αρχών απέναντι στη χρήση ανορθόδοξων λογιστικών πρακτικών και η μεγάλη ελευθερία δράσης, άφησε ανοιχτό το πεδίο για μία προσπάθεια «αναστήλωσης» τους με ίδια μέσα, μέσω ενός συνδυασμού ταχείας ανάπτυξης και ανάληψης υπερβολικού ρίσκου από την πλευρά του ενεργητικού. Κατά τον Merton (1977), το πρόγραμμα εγγύησης καταθέσεων στα ασφαλισμένα ιδρύματα λαμβάνει τα χαρακτηριστικά ενός δικαιώματος πώλησης (put option), η αξία του οποίου αυξάνεται, καθώς αυξάνεται το ρίσκο στα στοιχεία του Ενεργητικού, αναλόγως του βαθμού επικινδυνότητας του ιδρύματος. Για τα φερέγγυα ιδρύματα η αξία του δικαιώματος, αυξανόμενου του κινδύνου, είναι χαμηλή και αντισταθμίζεται από τη μείωση της χρησιμότητας που συνεπάγεται η αύξηση του ρίσκου για τα κέρδη του κατόχου ιδίων κεφαλαίων. Αντιθέτως, για τα αφερέγγυα ιδρύματα, η αξία του δικαιώματος, αυξανόμενου του ρίσκου, είναι πολύ υψηλότερη και καθώς η πιθανότητα επιβίωσης βασίζεται κατά πολύ στην πολύ υψηλή κερδοφορία, οι managers των S&Ls δεν έχουν τίποτα να χάσουν, στοιχηματίζοντας στην «αναστήλωση».

Αυτό ακριβώς είναι το πρόβλημα ηθικού κινδύνου που ανακύπτει όταν δημιουργούνται κίνητρα ανάληψης υπερβολικού ρίσκου, όταν οι καταθέσεις είναι εξασφαλισμένες. Ο Brewer (1995) ελέγχει το μοντέλο ηθικού κινδύνου του Merton για τα S&Ls κατά τη δεκαετία του 1980 και βρίσκει ισχυρές ενδείξεις ότι ο συνδυασμός ελαστικότητας εκ μέρους των ρυθμιστικών αρχών και εφαρμογής προγραμμάτων εγγύησης καταθέσεων οδήγησε στην αυξημένη ανάληψη κινδύνου από τα S&Ps και τελικώς σε ουσιαστική αύξηση των μέσων ζημιών τους.

Καθώς οι εκτιμώμενες απώλειες των S&Ls συνέχισαν να αυξάνονται (υπολογίζονται περί των 200 δις δολαρίων κατά το 1988), εντάθηκαν και οι ανησυχίες για σπασμωδικές κινήσεις εκ μέρους της Κυβέρνησης. Μετά την ολοκλήρωση των εκλογικών αναμετρήσεων και της ψήφισης του προϋπολογισμού το 1988, σημειώθηκε



μία μεταστροφή των πολιτικών κινήτρων προς την κατεύθυνση της αναγνώρισης των συσσωρευμένων ζημιών των S&Ls και της μεταρρύθμισης στο ρυθμιστικό πλαίσιο που τα διέπει.

Το Συμβούλιο FHLBB αντικαταστάθηκε από το OTS (Office of Thrift Supervision), που σε σύντομο χρονικό διάστημα και σε συνεργασία με τα FSLIC και Resolution Trust Corporation, αναδείχθηκε ως το ισχυρότερο όργανο επιβολής της υποχρέωσης αναγνώρισης των ζημιών για τα S&Ls στην ιστορία των ΗΠΑ και της αναγκαστικής διακοπής λειτουργίας των αφερέγγυων ιδρυμάτων, με ρευστοποίηση του ενεργητικού τους. Την απόφαση αυτή ακολούθησε η μεγαλύτερη μαζική εκποίηση ακινήτων που συνέβη ποτέ.

6.1.2. Αξιολόγηση

Η ανάλυση που προηγήθηκε καταδεικνύει ότι η ελαστική αντιμετώπιση των S&Ls δεν συνέβαλε στην εξυγίανση του ισολογισμού τους. Αντιθέτως, ενθάρυνε τα S&Ls με χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια να κερδοσκοπήσουν στην ανασυγκρότησή τους και να αυξήσουν τις ζημιές από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια. Επιπλέον, την ίδια περίοδο δεν επετεύχθη ούτε η αναδιάρθρωση των τραπεζικών ιδρυμάτων, καθώς οι τράπεζες με χαμηλή κεφαλαιακή επάρκεια δεν είχαν το κίνητρο ούτε τη δυνατότητα άντλησης επαρκούς χρηματοδότησης, ώστε να συμμετάσχουν σε μία αποτελεσματική διαδικασία αναδιάρθρωσης.

Η περίπτωση των S&Ls στις ΗΠΑ, παράλληλα με μία σειρά από εμπειρικές μελέτες που επιβεβαιώνουν τα αποτελέσματά της (Calomiris 1989 και Honakimian, Kane & Laeven 2003), καταδεικνύει το γεγονός ότι η ελαστική αντιμετώπιση των αφερέγγυων S&Ls καθαυτή δεν μπορεί να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά προβλήματα που διαχέονται στο σύνολο του τραπεζικού συστήματος και ως εκ τούτου δεν συνιστά αποτελεσματικό μηχανισμό επίλυσης χρηματοοικονομικών κρίσεων.

Επειδή δε τα αφερέγγυα S&Ls εκμεταλλεύονται δυσανάλογα το ελαστικό ρυθμιστικό πλαίσιο και τα πλεονεκτήματα από την εφαρμογή προγράμματος εγγύησης



καταθέσεων, η επιβάρυνση των φορολογουμένων είναι ιδιαίτερος μεγάλη, καθιστώντας το μέτρο αυτό αναποτελεσματικό σε όρους κόστους-οφέλους για την ανοικοδόμηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Θα πρέπει λοιπόν να αναζητηθεί ένας εναλλακτικός μηχανισμός που θα επιδοτεί επιλεκτικά την αναδιάρθρωση των «καλών» τραπεζών, μειώνοντας το κόστος των φορολογουμένων και καθιστώντας πιο αποδοτική την διάθεση των πιστώσεων (π.χ. η συμμετοχή της Κυβέρνησης σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου τραπεζών με την έκδοση προνομιούχων μετοχών).

6.2. Β' Μηχανισμός

Φορολογικά κίνητρα για τη διαγραφή των μη εξυπηρετούμενων δανείων

Η Κυβέρνηση επιδοτεί τις τράπεζες, ώστε να συμμετάσχουν στο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων, με την παροχή κινήτρων για διαγραφή των μη εξυπηρετούμενων επιχειρηματικών δανείων από το Χ/Φ τους και παράλληλη έκπτωση της ζημίας που υφίστανται από το φορολογητέο εισόδημα. Αυτή η προσέγγιση ουσιαστικά συνιστά μία αποκεντρωμένη διαδικασία αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος και των επιχειρήσεων βασιζόμενη στην αγορά, χωρίς την άμεση μεσολάβηση του Κράτους, όπως συνέβη και στην περίπτωση της Ιαπωνίας το 1992.

6.2.1. Ιαπωνία - Διαγραφή μη εξυπηρετούμενων επιχειρηματικών δανείων (1992)

Στην περίπτωση της Ιαπωνίας τη δεκαετία του 1990 η τραπεζική κρίση δεν ξέσπασε απότομα, αλλά μάλλον υπήρξε προϊόν μίας παρατεταμένης περιόδου σταθερής επιδείνωσης του ιαπωνικού χρηματοπιστωτικού συστήματος. Αυτή η παρατεταμένη διάρκειας κρίση επήλθε λόγω της ανεπαρκούς δημοσιοποίησης (απόκρυψης) της πραγματικής χρηματοοικονομικής θέσης των χρηματοπιστωτικών οργανισμών, σε συνδυασμό με την καθυστερημένη παρέμβαση της Κυβέρνησης.

Το 1992, όταν πλέον έγινε γνωστό ότι εκτοξεύθηκε ο αριθμός των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο Χ/Φ ενεργητικού των ιαπωνικών τραπεζών, ιδίως στον τομέα των κατασκευών και της αγοράς ακινήτων, ιδρύθηκε η CCPC (Credit Cooperative Purchasing Company), ώστε οι Τράπεζες – μέλη να μεταφέρουν σε αυτή τα επισφαλή



δάνειά τους. Το βασικό πλεονέκτημα για τις Τράπεζες – μέλη ήταν ότι οι ζημιές από τα δάνεια που πωλώνται εξαιρούνται από το φορολογητέο εισόδημα. Μέχρι και το 1992, δεν επιτρεπόταν η διαγραφή επισφαλών δανείων από το φορολογητέο εισόδημα, τουλάχιστον μέχρι και την έναρξη της πτωχευτικής διαδικασίας του δανειολήπτη. Εντούτοις, λόγω των κλιμακούμενων προβλημάτων σε ορισμένα από τα σημαντικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα της Ιαπωνίας, οι φορολογικές αρχές τελικά ενέκριναν την εξαίρεση των διαγραφέντων μη εξυπηρετούμενων δανείων από το φορολογητέο εισόδημα.

Κατά τα έτη που ακολούθησαν, επήλθαν και κάποιες άλλες ευνοϊκές τροποποιήσεις στη φορολογική νομοθεσία που επέτρεπαν στις Τράπεζες να εκπίπτουν τις ζημιές από το Χ/Φ δανείων τους από το φορολογητέο εισόδημα. Συνεπώς, η Ιαπωνική κυβέρνηση προτίμησε αρχικά να αντιμετωπίσει το πρόβλημα των επισφαλειών των τραπεζών με την παροχή φορολογικών κινήτρων, αποφεύγοντας έτσι την απευθείας ανακεφαλαιοποίησή τους με δημόσιο χρήμα. Στο πρόγραμμα συμμετείχε το σύνολο σχεδόν των τραπεζών, με τη διαγραφή δανείων που είχαν χορηγήσει σε επιχειρήσεις βρισκόμενες σε οικονομική δυσχέρεια και τη μεταφορά επισφαλών δανείων στην CCPC (Packer 2000). Εντούτοις, το πρόβλημα των επισφαλών δανείων δεν εξαλείφθηκε, καθώς στο δανειακό Χ/Φ των Τραπεζών εξακολούθησαν να προστίθενται νέα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, δυσχεραίνοντας περαιτέρω την χρηματοοικονομική τους θέση.

Αυτό οφείλεται μερικώς στο γεγονός ότι οι Τράπεζες δεν προέβησαν σε διαγραφή του συνόλου των επισφαλών δανείων τους, φοβούμενες την υποτίμηση του δανειακού Χ/Φ τους αλλά και ευνοούμενες από το πρόγραμμα εξασφάλισης καταθέσεων που ήταν σε ισχύ. Επιπλέον, τα κενά στο πτωχευτικό εταιρικό δίκαιο καθιστούσαν πιο ελκυστική για την Τράπεζα την εκκαθάριση της προβληματικής δανειολήπτριας επιχείρησης, μιας και οι απαιτήσεις των Τραπεζών είθισται να βρίσκονται σε υψηλή θέση προτεραιότητας στο προϊόν της εκκαθάρισης. Ακόμη, τα κενά στις λογιστικές μεθόδους αλλά και το ρυθμιστικό πλαίσιο των τραπεζών, τους επέτρεπαν να «καλύπτουν» με λογιστικά τεχνάσματα τις ζημιές στο δανειακό τους Χ/Φ και να συνεχίζουν να λειτουργούν παρά το χαμηλό βαθμό κεφαλαιακής τους επάρκειας. Επιπλέον, το μοντέλο Keiretsu, που



επέτρεπε στις ιαπωνικές Τράπεζες να συμμετέχουν με μεγάλο ποσοστό στο μετοχικό κεφάλαιο θυγατρικών τους επιχειρήσεων, εξασθένησε περαιτέρω τα κίνητρα των Τραπεζών να αντιμετωπίσουν αποτελεσματικά το εντεινόμενο πρόβλημα των επισφαλειών και ουσιαστικά να εκμεταλλεύονται την κρατική επιδότηση των ζημιών τους ως μέσο παροχής βοήθειας προς τις θυγατρικές τους (Sheard 1989 και Peek & Rosengren 2002).

6.2.2. Αξιολόγηση

Όπως προκύπτει, το μέτρο αυτό των φορολογικών κινήτρων απέτυχε στην εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος της Ιαπωνίας. Το ενδεχόμενο πλεονέκτημά του έγκειται στη δυνατότητα άμεσης αναγνώρισης των ζημιών που υφίσταται η τράπεζα από τη διαγραφή των μη εξυπηρετούμενων δανείων ή τη μεταφορά τους στην CCPC. Η άμεση αναγνώριση των ζημιών ενισχύει την κεφαλαιακή θέση των τραπεζών και, μέσω της αυστηροποίησης των λογιστικών κανόνων, αποθαρρύνει τις τράπεζες από την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου. Επιπλέον, ο σχεδιασμός ενός αξιόπιστου ρυθμιστικού και λογιστικού πλαισίου διευκολύνει την αναστήλωση της κεφαλαιακής βάσης της τράπεζας, καθώς αυξάνει τη φερεγγυότητα της τράπεζας απέναντι στους δυνητικούς επενδυτές.

Εντούτοις, η αναγνώριση ζημιών από διαγραφή δανείων δεν μπορεί να αντιμετωπίσει απευθείας την περιορισμένη ικανότητα αποπληρωμής της δανειολήπτριας επιχείρησης. Αντιθέτως, η αναδιάρθρωση της επιχείρησης αφήνεται στην αγορά. Παρόλα αυτά, η εξυγίανση του Χ/Φ επιχειρηματικών δανείων των τραπεζών συνιστά ένα πρώτο βήμα για την ποιοτικότερη χορήγηση πιστώσεων στο μέλλον.

Στο έμμεσο κόστος που συνεπάγεται η εφαρμογή αυτού του μέτρου θα πρέπει να συμπεριληφθεί και η δημιουργία στρεβλών κινήτρων, αφού η διαγραφή επιχειρηματικών δανείων με παράλληλη επιδότηση των ζημιών που υφίστανται οι τράπεζες και εγγύηση των τραπεζικών καταθέσεων, ενδέχεται να οδηγήσει τις δανειολήπτριες επιχειρήσεις, τους μετόχους και τους καταθέτες της τράπεζας σε μη



συνετή συμπεριφορά. Επιπλέον, η καθολική εφαρμογή του μέτρου σε όλα τα τραπεζικά ιδρύματα ανεξαιρέτως ενισχύει το πρόβλημα της αντιθέτου επιλογής, καθώς το ύψος της κρατικής επιδότησης ενδέχεται να είναι αντιστρόφως ανάλογο της ευρωστίας και φερεγγυότητας της τράπεζας ή της δανειολήπτριας επιχείρησης. Αυτό επίσης συνιστά σπατάλη των περιορισμένων πόρων των φορολογουμένων, οι οποίοι θα μπορούσαν να έχουν διοχετευθεί εναλλακτικά στην αναδιάρθρωση των «καλύτερων» μεταξύ των τραπεζών και των δανειοληπτριών επιχειρήσεων.

Τέλος, το παράδειγμα της Ιαπωνίας καταδεικνύει ότι το μέτρο αυτό δεν μπορεί να αντιμετωπίσει αποτελεσματικά μία συστημική τραπεζική κρίση, καθώς η κρατική επιδότηση δεν επαρκεί για να καλύψει τη συνολική μείωση που έχουν υποστεί στα κεφάλαιά τους οι τράπεζες.

Προκειμένου να αποδώσει, το μέτρο αυτό θα πρέπει να συνδυάζεται και με άλλα εργαλεία, όπως:

(α) τη δημιουργία μίας αξιόπιστης ρυθμιστικής αρχής, ικανής να επιβάλλει την εφαρμογή του μέτρου στις Τράπεζες

(β) την ενίσχυση του πτωχευτικού κώδικα, ώστε να επιλύονται αποτελεσματικά τα προβλήματα συντονισμού μεταξύ πιστωτών – οφειλετών και να επιταχύνεται η διαδικασία εταιρικής αναδιάρθρωσης και

(γ) την εφαρμογή υψηλής ποιότητας πλαισίου λογιστικών μεθόδων και πρακτικών που δεν θα επιτρέπει το «κουκούλωμα» των ζημιών στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των τραπεζών, ώστε αυτές να αποτυπώνουν ορθά τη χρηματοοικονομική θέση της τράπεζας.

6.3. Γ' Μηχανισμός

Υπό όρους ανάληψη από την κυβέρνηση μέρους των ζημιών των τραπεζών από μη εξυπηρετούμενα δάνεια

Το μέτρο αυτό συνίσταται στην απευθείας ανάληψη από την Κυβέρνηση μέρους της ζημίας που υφίσταται η τράπεζα από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, υπό την



προϋπόθεση ότι θα συμμετάσχουν στην εξυγίανση του Χ/Φ επιχειρηματικών δανείων της τράπεζας και οι δανειολήπτριες επιχειρήσεις. Το μέτρο αυτό εφαρμόστηκε στο Μεξικό το 1998 (Punto Final Program)

6.3.1. Μεξικό – Punto Final Program (1998)

Μετά από την αποτυχία του προγράμματος FOBARPOA στην μείωση του όγκου των ληξιπρόθεσμων δανείων που είχαν συσσωρευτεί στα Χ/Φ των τραπεζών και στην εκτόνωση της δανειακής επιβάρυνσης των δανειοληπτριών επιχειρήσεων, η Κυβέρνηση του Μεξικό εισήγαγε το 1998 το Punto Final Program. Ουσιαστικά συνιστά ένα πρόγραμμα ελάφρυνσης χρέους, με κρατική επιδότηση των δανειοληπτριών επιχειρήσεων, προκειμένου να αποπληρώσουν τις δανειακές τους υποχρεώσεις. Στα πλαίσια του προγράμματος, η ζημιά μοιράζεται μεταξύ Κυβέρνησης και τράπεζας, υπό τον όρο ότι η τράπεζα θα διατηρήσει τη γραμμή πιστώσεων προς τις επιχειρήσεις που ανήκουν στον επιδοτούμενο κλάδο και τα νοικοκυριά (World Bank 2003).

Το Punto Final Program διακρίνεται σε τρία επιμέρους προγράμματα: επιδότηση κατόχων στεγαστικών δανείων, επιδότηση αγροτικών επιχειρήσεων (αγροτικές εκμεταλλεύσεις και αλιεία) και επιδότηση μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

Το ύψος της επιδότησης μπορεί να ανέλθει έως και στο 60% της λογιστικής αξίας του δανείου και εξαρτάται από την κατηγορία του οφειλέτη, το ποσό του δανείου και την χορήγηση ή όχι δανείων από τις τράπεζες προς τις επιχειρήσεις που εντάσσονται στον κλάδο. Το ποσό της έκπτωσης υπολογίζεται ως εξής: για κάθε τρία pesos νέου δανεισμού που χορηγεί η τράπεζα, η Κυβέρνηση συμμετέχει στην αποπληρωμή από τη δανειολήπτρια επιχείρηση με ένα peso.

6.3.2. Αξιολόγηση

Σε σύγκριση με το πρόγραμμα FOBARPOA, το Punto Final Program παρουσιάζει τέσσερα βασικά πλεονεκτήματα:



(α) διοχετεύει πόρους κυρίως στα δάνεια μικρότερου ποσού, καθώς η συμμετοχή της Κυβέρνησης είναι υψηλότερη για αυτή την κατηγορία δανείων. Η ενίσχυση των «μικρών» οφειλετών βελτιώνει τον ανταγωνισμό στην οικονομία και επιπλέον στηρίζει επιχειρήσεις που ενδεχομένως δεν έχουν την οικονομική δύναμη ή πολιτική επιρροή, ώστε να διαπραγματευθούν αποτελεσματικά με τα τραπεζικά ιδρύματα ή να απαιτήσουν οικονομική ενίσχυση από την Κυβέρνηση.

(β) Η από κοινού ανάληψη της ζημιάς από τη ρύθμιση δανείων παρέχει κίνητρο στις τράπεζες να επανεκκινήσουν τη χορήγηση πιστώσεων προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις και ιδιώτες, καθώς το μέγεθος της κρατικής ενίσχυσης συνδέεται με το ύψος του νέου δανεισμού που χορηγεί η τράπεζα.

(γ) Γίνεται αποτελεσματικότερη χρήση των πόρων των φορολογουμένων, καθώς το πρόγραμμα εξαρτάται και από το βαθμό συμμετοχής σε αυτό των δανειοληπτών και απαιτεί μερική αποπληρωμή του ανεξόφλητου χρέους τους. Η δυνατότητα επιλογής που παρέχεται στον δανειολήπτη για συμμετοχή ή μη στο πρόγραμμα μπορεί να μειώσει τον συνολικό αριθμό των συμμετεχόντων, ενώ συγχρόνως διασφαλίζει ότι οι εκούσια συμμετέχοντες στο πρόγραμμα δανειολήπτες, είναι αυτοί που πράγματι θέλουν να αποπληρώσουν μέρος του χρέους τους και συνεπώς αξίζουν την κρατική επιδότηση και τη μελλοντική ευνοϊκή αντιμετώπισή τους από τις τράπεζες.

(δ) Το πρόγραμμα συμβάλλει στην ταχεία επίλυση εκκρεμών διενέξεων μεταξύ πιστωτών – οφειλετών και διευκολύνει την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων του δανειολήπτη από την τράπεζα κατά τη διαδικασία σύναψης νέων δανείων, καθώς προσδιορίζει επακριβώς το ύψος του παλαιού δανείου που πρόκειται να αποπληρωθεί. Εν γένει, η ομαλή διεύθετηση του χρέους διευκολύνει την πρόσβαση των αξιόχρεων επιχειρήσεων στον τραπεζικό δανεισμό.

Εντούτοις, παρά τα προαναφερόμενα πλεονεκτήματα, το πρόγραμμα έχει δεχτεί και κάποια κριτική. Πρώτον, το πρόγραμμα απευθύνεται σε μία περιορισμένη κατηγορία δανειοληπτών και θα έπρεπε ίσως να επεκταθεί σε μία ευρύτερη γκάμα επιχειρήσεων και ιδιωτών. Επιπλέον, η επιτυχής εφαρμογή του στην εταιρική αναδιάρθρωση



μαστίζεται από αρκετές από τις θεσμικές αδυναμίες που αντιμετώπιζαν και προγενέστερα προγράμματα (έλλειψη αξιόπιστης ρυθμιστικής αρχής, ελλιπές πτωχευτικό δίκαιο, πολιτικές πιέσεις στις τράπεζες για δανειοδότηση συγκεκριμένων επιχειρήσεων, αδυναμία πάταξης lobby Κυβέρνησης – τραπεζών – επιχειρηματικών ομίλων).

Βασική επιδίωξη του προγράμματος υπήρξε η οριστική διάσωση του τραπεζικού συστήματος του Μεξικό και η ελάφρυνση χρέους των δανειοληπτών. Όπως προκύπτει από τα διαθέσιμα στοιχεία για τα έτη εφαρμογής του (1997-2000), το πρόγραμμα είναι συνδεδεμένο με μία σειρά από θετικές εξελίξεις στο τραπεζικό σύστημα (αύξηση κερδοφορίας, είσοδος νέων ξένων επενδυτών, βελτίωση ποιότητας ενεργητικού, βελτίωση κεφαλαιακής επάρκειας) και την πραγματική οικονομία (αύξηση χορήγησης τραπεζικών δανείων, άνοδος ΑΕΠ). Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στα τέλη του 2000, όλα τα τραπεζικά ιδρύματα του Μεξικό έπιαναν το στόχο του 9% στο σταθμισμένο ενεργητικό και μέση κεφαλαιακή επάρκεια της τάξεως του 14%. Η μέση απόδοση ενεργητικού αυξήθηκε από τα μηδενικά επίπεδα του 1995 στο 0,9%, παραμένοντας βέβαια σε χαμηλά επίπεδα και με την κερδοφορία να παρουσιάζει έντονες διακυμάνσεις από τράπεζα σε τράπεζα. Οι δείκτες ποιότητας του ενεργητικού επίσης βελτιώθηκαν. Για παράδειγμα, ο δείκτης ληξιπρόθεσμων δανείων προς συνολικά δάνεια μειώθηκε κατά 9,1% (από 17,6% το 1997 σε 8,5% το 2000).

Εντούτοις, η αναθέρμανση της χορήγησης επιχειρηματικών δανείων υπολείπεται του αναμενόμενου. Ενδεικτικά, η χορήγηση πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα συρρικνώθηκε από 19% σε όρους ΑΕΠ στα τέλη του 1998 σε 10% του ΑΕΠ στα τέλη του 2000. Το κλίμα στον τραπεζικό δανεισμό συνέχισε να επηρεάζεται αρνητικά από τη δυσκολία των τραπεζών στην εξασφάλιση των εμπράγματων απαιτήσεών τους επί των χορηγηθέντων δανείων και τη δυσμενή μεταχείριση των απαιτήσεων τους κατά την πτωχευτική διαδικασία του δανειολήπτη. Η αναλογία των εμπράγματων εξασφαλίσεων προς τα συνολικά δάνεια παρέμεινε σχετικά σταθερή καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου 1997-2000, σημειώνοντας μικρή αύξηση του 0,2% (από 1,5% σε 1,7%) το 2000. Παρόλα αυτά, τα χρόνια που ακολούθησαν το Μεξικό έχει σημειώσει αξιοσημείωτη πρόοδο στην αναβάθμιση του πτωχευτικού κώδικα και τη διαδικασία διευθέτησης των



απαιτήσεων, ενώ έχει διευκολυνθεί και η ανάκτηση των εμπράγματων εξασφαλίσεων εκ μέρους των τραπεζών.

6.3.3. Χρήσιμα συμπεράσματα για το μέλλον

Εν γένει, η εφαρμογή του προγράμματος συνέβαλε θετικά στην αναγνώριση από τις Τράπεζες των ζημιών στο δανειακό τους Χ/Φ, στην εξυγίανση των ισολογισμών τόσο των τραπεζών όσο και των δανειοληπτριών επιχειρήσεων και, μέσω της ενθάρρυνσης των συμμετεχόντων για αποπληρωμή του χρέους τους, στην βελτίωση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζικών ιδρυμάτων.

Ακόμη, δεδομένου ότι οι Τράπεζες αναλαμβάνουν μέρος των ζημιών, παρέχει κίνητρα σε αυτές να συμμετάσχουν στην αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων, βελτιώνοντας εμμέσως την ικανότητα αποπληρωμής των τελευταίων. Επιπλέον, η δυνατότητα επιλογής που παρέχεται στους δανειζόμενους για συμμετοχή ή μη στο πρόγραμμα διασφαλίζει τη συμμετοχή σε αυτό των πραγματικά αξιόχρεων επιχειρήσεων, οδηγώντας σε εξοικονόμηση και αποτελεσματικότερη χρήση των κρατικών πόρων. Η παροχή βοήθειας υπό τον όρο της χορήγησης νέων δανείων από τις τράπεζες, συνέβαλε επίσης πιο αποτελεσματικά στην πιστωτική επέκταση, σε σύγκριση με άλλα προγράμματα διατομεακής επιδότησης των απομειώσεων στα δανειακά Χ/Φ τραπεζών.

Τέλος, δεδομένης της μερικής συμμετοχής των δανειζόμενων στο κόστος της επιδότησης προς το τραπεζικό σύστημα, περιορίζεται η δημιουργία στρεβλών κινήτρων στη μελλοντική συμπεριφορά δανειοδοτών και δανειοληπτών, σε σχέση με εναλλακτικά προγράμματα επιδότησης άνευ όρων των ζημιών που καταγράφουν οι Τράπεζες από μη εξυπηρετούμενα δάνεια (όπως στην περίπτωση της Ιαπωνίας).

Εντούτοις, η εφαρμογή του προγράμματος προς επίλυση χρηματοοικονομικών κρίσεων υπόκειται σε τρεις σημαντικούς περιορισμούς.

Πρώτον, κρίνεται αναγκαία η παράλληλη ενίσχυση του νομικού συστήματος,



ώστε να ενθαρρυνθεί η συμμετοχή των δανειζόμενων στο πρόγραμμα. Η παρακίνηση τους να συμμετάσχουν εξαρτάται τόσο από το «μαστίγιο» της επιβολής των δικαιωμάτων των πιστωτών, όσο και από το «καρότο» της δέσμευσης των τραπεζών για χορήγηση νέων πιστώσεων στο μέλλον.

Δεύτερον, θα πρέπει να διασφαλίζεται η δίκαιη και αποτελεσματική κατανομή των επιδοτήσεων, ένα ζήτημα που στην περίπτωση του Μεξικό παραμένει αναπάντητο, λόγω έλλειψης των απαραίτητων δεδομένων, αλλά και λόγω των έντονων πολιτικών αντιπαραθέσεων αναφορικά με τις πολιτικές ελάφρυνσης χρέους.

Τρίτον, προκειμένου να επιτευχθεί μίας ευρείας κλίμακας αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, κρίνεται αναγκαίος ο συγκερασμός των μικροοικονομικών πλεονεκτήματα από την εθελοντική συμμετοχή ή όχι στο πρόγραμμα με τα μακροοικονομικά οφέλη του προγράμματος στη δυναμική του εταιρικού χρέους και την καθαρή αξία των τραπεζών. Προς τούτο, η εφαρμογή αντίστοιχων προγραμμάτων θα έπρεπε να επεκταθεί πέρα από την κατηγορία των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και στο σύνολο των επιχειρήσεων που έχουν ανοιχτές γραμμές πίστωσης με τα τραπεζικά ιδρύματα.

Τέλος, επισημαίνεται ότι τόσο οι υπό όρους επιδοτήσεις όσο και οι επιδοτήσεις διαγραφής χρέους άνευ όρων μοιράζονται δύο σημαντικές αδυναμίες:

(α) δεν γίνεται διάκριση μεταξύ των επιδοτούμενων τραπεζών, με αποτέλεσμα οι πιο αφερέγγυες τράπεζες ή οι τράπεζες με τη λιγότερο ενδεδειγμένη πολιτική χορήγησης πιστώσεων προ κρίσης φαίνεται ότι λαμβάνουν αναλογικά μεγαλύτερο μέρος της κρατικής βοήθειας, επιτείνοντας τα προβλήματα ηθικού κινδύνου και αντιθέτου επιλογής και

(β) η επιτυχής εφαρμογή και των δύο πολιτικών προϋποθέτει την ύπαρξη ενός ισχυρού νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου, προκειμένου:

- να δοθούν τα κατάλληλα κίνητρα στα τραπεζικά ιδρύματα, ώστε να



αναλάβουν μέρος του κόστους της εταιρικής αναδιάρθρωσης και να αναγνωρίσουν τις ζημίες στο Χ/Φ επιχειρηματικών δανείων τους

- να ενισχυθούν οι διατάξεις περί εγγυοδοσίας και οι λοιποί νόμοι περί δανειοδότησης, όπως και το πτωχευτικό δίκαιο, ώστε και οι τράπεζες να παρακινήθουν να συμμετάσχουν στην εταιρική αναδιάρθρωση και να χορηγήσουν νέες πιστώσεις, αλλά και οι δανειολήπτριες επιχειρήσεις να έχουν όφελος να προβούν σε ρύθμιση και αποπληρωμή των χρεών τους.

6.4. Δ' Μηχανισμός Διαγραφή χρέους

Η προσέγγιση αυτή συνδυάζει κάποιες καινοτομίες στη νομοθεσία, τη δυνατότητα που έχει η Κυβέρνηση να καθορίζει τη βάση (numeraire) και το μέσο συναλλαγών στην οικονομία και τη χρήση δημοσίων πόρων για τη μεταβολή της αξίας είτε τη μερική ή ολική διαγραφή του εταιρικού και/ή τραπεζικού χρέους. Το μέτρο στοχεύει πρωτίστως στην αντιμετώπιση του προβλήματος της υπερχρέωσης και στη βελτίωση της ικανότητας αποπληρωμής των δανειοληπτριών επιχειρήσεων αλλά και των τραπεζών, συμβάλλοντας έτσι σε μία ευρεία αναδιάρθρωση του τραπεζικού συστήματος και των επιχειρήσεων.

Το πρόγραμμα διαγραφής χρέους έχει εφαρμοστεί από τις ΗΠΑ. Στην παρούσα ανάλυση θα αναφερθούμε στην Legal Tender Act, στα πλαίσια της οποίας ανεστάλη ο Κανόνας Μετατρεψιμότητας σε Χρυσό από το Δεκέμβριο του 1861 έως τον Ιανουάριο του 1879 και στην αναστολή του Κανόνα Χρυσού και την κατάργηση των Ρητρών Χρυσού στις δανειακές συμβάσεις κατά τη δεκαετία του 1930. Και τα δύο αυτά προγράμματα επέφεραν ουσιαστικές αλλαγές στο νομοθετικό πλαίσιο και τις ρυθμίσεις των νομισματικών αρχών, χωρίς δημοσιονομικό κόστος για την Κυβέρνηση.

6.4.1. ΗΠΑ - Legal Tender Act 1862

Ο εμφύλιος πόλεμος στις ΗΠΑ, που ξεκίνησε το Μάρτιο του 1861, εκτόξευσε τις



πολεμικές δαπάνες και την ανάγκη χρηματοδότησής τους, ενώ συγχρόνως η Κυβέρνηση αποφάσισε να μην επιβαρυνθούν τα κρατικά ταμεία και οι πολίτες μέσω αύξησης της φορολογίας. Επιπλέον, η αγορά κρατικών ομολόγων διένυε περίοδο ύφεσης, κυρίως λόγω της εντεινόμενης ανησυχίας για επικείμενη πολεμική σύγκρουση με τη Μεγάλη Βρετανία. Οι τιμές των κρατικών ομολόγων σημείωσαν πτώση και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που διακρατούσαν στο Χ/Φ τους μεγάλο ύψος κρατικών ομολόγων ήρθαν ξαφνικά αντιμέτωπα με τον κίνδυνο της πτώχευσης και της μαζικής απόσυρσης καταθέσεων.

Η Κυβέρνηση παρενέβη άμεσα με την αναστολή της μετατρεψιμότητας σε χρυσό των τραπεζογραμματίων και των καταθέσεων, ενώ τον Φεβρουάριο του 1862 αποφασίστηκε η αντικατάσταση του χρυσού, ως νομίσματος – βάσης της οικονομίας, από μία νέα νομισματική μονάδα, γνωστή ως US notes, treasury notes, legal tender notes, greenbacks, προκειμένου να αντιμετωπιστεί η συμπίεση της τιμής των κρατικών ομολόγων εξαιτίας των αυξημένων αναγκών για χρηματοδότηση των πολεμικών δαπανών. Επιπλέον, το πρόγραμμα αποτέλεσε για την Κυβέρνηση μία νέα πηγή χρηματοδότησης για την κάλυψη των πολεμικών της δαπανών. Βέβαια υπήρξαν αντιδράσεις γύρω από τη συνταγματικότητα του εν λόγω μέτρου. Αμφισβητήθηκε έντονα η δυνατότητα της Κυβέρνησης να εκδίδει χρήμα αυτού του είδους και μάλιστα να το χρησιμοποιεί ως νόμιμο μέσο για τον διακανονισμό του χρέους του ιδιωτικού τομέα σε δολάρια. Κατά την μετατροπή του τραπεζικού χρέους στην ίδια νέα νομισματική μονάδα όπως και τα στοιχεία ενεργητικού τους (δηλαδή τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ), ανακτήθηκε η φερεγγυότητα των τραπεζικών ιδρυμάτων και αντιμετωπίστηκε αποτελεσματικά η χρηματοπιστωτική κρίση. Η χρήση νόμιμου χρήματος για τον τερματισμό της κρίσης στο τραπεζικό σύστημα υπήρξε συνειδητός στόχος της νομοθεσίας (Mitchell 1903 και Hammond 1970).

Τόσο οι πιστωτές όσο και οι καταθέτες επιβαρύνθηκαν από την υποτίμηση της αξίας των απαιτήσεών τους λόγω της υποτίμησης του δολαρίου, η οποία όμως ήταν προσωρινή: κατά τα τέλη του 1866, το δολάριο είχε ανακτήσει περίπου το 80% της αξίας του προπολεμικά. Στο μεταξύ, οι καταθέτες και οι πιστωτές επωφελήθηκαν από την αποφυγή των μαζικών πτωχεύσεων των δανειοληπτριών επιχειρήσεων και κατ'



επέκταση των τραπεζών, η οποία θα επέφερε σημαντικές μακροοικονομικές επιπτώσεις. Πράγματι, στις αρχές της δεκαετίας του 1860, η οικονομία των ΗΠΑ διήνυσε περίοδο ευημερίας (Burns & Mitchell 1946).

Στο ερώτημα εάν τα μέτρα που εφαρμόστηκαν στα πλαίσια της Legal Tender Act υποδαυλίζουν την αξιοπιστία του χρηματοπιστωτικού και νομικού συστήματος των ΗΠΑ, η απάντηση είναι μάλλον αρνητική. Το μακροπρόθεσμο κόστος της διάσωσης φαίνεται πως υπήρξε αμελητέο. Παρόλο που οι ανησυχίες για τον πληθωρισμό συνέχισαν να ταλανίζουν την οικονομία των ΗΠΑ, κυρίως λόγω του κινδύνου για νέα μεταστροφή της νομισματικής πολιτικής έως και την ψήφιση της Gold Standard Act το 1900, οι επιδράσεις στα επιτόκια ήταν ήπιες και τα τέλη του 19ου αιώνα οι ΗΠΑ βίωσαν ανάπτυξη.

Η Legal Tender Act δεν αποσύρθηκε αμέσως μετά τη λήξη του Εμφυλίου, παρά τις υποσχέσεις της Κυβέρνησης των ΗΠΑ για επιστροφή στον Κανόνα Χρυσού στην ισοτιμία που ίσχυε προπολεμικά. Συγχρόνως, τα αρμόδια δικαστήρια επικύρωσαν τη συνταγματικότητά της. Συνεπώς το νόμισμα που εξέδιδε η Κυβέρνηση αποτέλεσε εις το εξής μόνιμο συστατικό της προσφοράς χρήματος. Η Legal Tender Act αναδείχθηκε διαχρονικά ως μία εξαιρετική νομοθετική πράξη για την αντιμετώπιση εξαιρετικών συνθηκών, γεγονός που εξηγεί και την μικρή σχετικά έκταση των μακροπρόθεσμων επιπτώσεων από την υποτίμηση του νομίσματος στην οικονομία των ΗΠΑ. Ο Κανόνας Χρυσού επανήλθε σε ισχύ στις 1/1/1879, με την υποχρεωτική μετατροπή όλων των νομισμάτων που είχε εκδώσει η Κυβέρνηση σε χρυσό στην ισοτιμία που ίσχυε προπολεμικά.

6.4.2. ΗΠΑ - Αναστολή εφαρμογής του Κανόνα Χρυσού (Gold Standard) και κατάργηση των σχετικών ρητρών (Gold Clauses), 1933

Κατά τη δεκαετία του 1920, ο αντιπληθωρισμός παγκοσμίως, υπό τον Κανόνα Χρυσού, ώθησε την παγκόσμια οικονομία στην άνευ προηγουμένου ύφεση της δεκαετίας του 1930 (Temin 1989 και Eichengreen 1992). Ο αντιπληθωρισμός επέδρασε αρνητικά στην ύφεση ιδίως μέσω της αύξησης της πραγματικής αξίας του χρέους



(Keynes 1931, Fisher 1933, Bernanke 1983 και Calomiris 1993a). Η αύξηση στην πραγματική αξία του χρέους, με τη σειρά της, συρρίκνωσε τις ταμειακές ροές των δανειζόμενων και επιδείνωσε την ικανότητα εξυπηρέτησης χρέους, οδηγώντας κάποιους από αυτούς στην πτώχευση. Η αύξηση των μη εξυπηρετούμενων δανείων επιδείνωσε εν συνεχεία τη χρηματοοικονομική θέση των τραπεζών, πλήττοντας σημαντικά την αποτελεσματική κατανομή των πιστώσεων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Όπως επισημαίνουν αρκετοί οικονομολόγοι (Wicker 1996, Calomiris & Mason 2003b, 2003c) η επιδείνωση της χρηματοοικονομικής θέσης των τραπεζών της περιόδου, που βάρυνε την ύφεση, δεν οφείλεται τόσο στα προβλήματα ρευστότητας καθαυτά, όσο στην εκτόξευση του αριθμού των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

Υπό αυτές τις συνθήκες, ο Πρόεδρος Roosevelt πρότεινε ως λύση την υποτίμηση του Χρυσού, με διαφορετική όμως συλλογιστική. Δεν τον ανησυχούσε τόσο η επίπτωση του αποπληθωρισμού του χρέους στην χορήγηση πιστώσεων από τις τράπεζες και, μέσω αυτής, στην επιδείνωση της ύφεσης. Το ενδιαφέρον του αναφορικά με την αξία του δολαρίου σε χρυσό πήγαζε πρωτίστως από την άποψή του ότι η οικονομική ανάκαμψη θα μπορούσε να επιτευχθεί κυρίως μέσω της αύξησης στην τιμή των εμπορευμάτων. Οι Πρόεδροι Hoover και Roosevelt συνήνεσαν στην αναγκαιότητα εφαρμογής μίας πολιτικής τόνωσης των μισθών και των τιμών, προκειμένου να ενισχύσουν τα εισοδήματα. Εν τέλει και παρά τις διαβεβαιώσεις του περί του αντιθέτου, ο Πρόεδρος Roosevelt προχώρησε το Μάιο του 1933, με τη συναίνεση του Κογκρέσου, στην υποτίμηση του δολαρίου σε σχέση με τον χρυσό. Αυτή η απόσυρση της κυβερνητικής στήριξης από τον Κανόνα του Χρυσού οδήγησε σε μεγάλες εκροές χρυσού από τις ΗΠΑ και σε υποτίμηση της αξίας του δολαρίου.

Υπήρξε, εντούτοις, ένα εμπόδιο στα κυβερνητικά σχέδια για αναθέρμανση της οικονομίας μέσω της υποτίμηση του δολαρίου. Λόγω των πολιτικών που εφαρμόστηκαν το 1861 (και αναλύθηκαν προηγουμένως) συντελέστηκε μία μεταστροφή στη δομή των δανειακών συμβάσεων, με την ενσωμάτωση Ρητρών Χρυσού (Gold Clauses) τόσο στο δημόσιο χρέος όσο και στο ιδιωτικό - που ουσιαστικά παρέχουν συμβατική προστασία έναντι των υποτιμήσεων του δολαρίου, προκειμένου να διατηρηθεί αμετάβλητη η ονομαστική αξία του χρέους σε χρυσό. Οι Ρήτρες Χρυσού απέτρεψαν τη χρήση του



δολαρίου ως μονάδα μέτρησης της αξίας, στοχεύοντας στη διατήρηση αμετάβλητης της αξίας των δανειακών υποχρεώσεων απέναντι σε οποιαδήποτε κυβερνητική παρέμβαση για μεταβολή της αξίας του δολαρίου. Οι δανειολήπτες χρησιμοποιούσαν τις Ρήτρες Χρυσού, προκειμένου να εξαλείψουν το επιπλέον ασφάλιστρο πληθωρισμού από το κόστος εξυπηρέτησης του χρέους τους. Η χρήση τους στις δανειακές συμβάσεις αποτέλεσε πάγια νομολογία των δικαστηρίων στις ΗΠΑ, με αποτέλεσμα κατά τη δεκαετία του 1930, όλες σχεδόν οι συμβάσεις χρέους μακράς διάρκειας (επιχειρηματικά και στεγαστικά δάνεια) να εμπεριέχουν Ρήτρες Χρυσού (Macaulay 1938 και Friedman & Schwartz 1963).

Συνεπώς το πρόβλημα στο σχέδιο υποτίμησης του δολαρίου του Roosevelt απορρέει από το γεγονός της μείωσης της αξίας του εισοδήματος σε χρυσό, που θα επέφερε η υποτίμηση του δολαρίου, σε σχέση με την σταθερή αξία των δανειακών υποχρεώσεων σε χρυσό (που διατηρείται αμετάβλητη λόγω των Ρητρών Χρυσού), οδηγώντας πολλούς οφειλέτες σε αδυναμία εξυπηρέτησης του χρέους τους. Προκειμένου να αποτρέψει αυτή την κατάσταση, ο Πρόεδρος Roosevelt επιχείρησε να θεσπίσει νέα συνταγματικά κατοχυρωμένα δικαιώματα για την Κυβέρνηση, στην προκειμένη συγκυρία το δικαίωμα απαγόρευσης των συναλλαγών σε χρυσό και κατάργησης των Ρητρών Χρυσού στις ήδη υπάρχουσες δανειακές συμβάσεις μεταξύ ιδιωτών. Στις 5/6/1933 ψηφίστηκε τελικά από το Κογκρέσο η κατάργηση των Ρητρών Χρυσού, ως κείμενες αντίθετα στη νομοθεσία του Κράτους, και επιτράπη η αποπληρωμή του χρέους (που είχε εκδοθεί σε χρυσό) στην ονομαστική του αξία σε δολάρια. Κατά τη διάρκεια των επόμενων μηνών, ο Πρόεδρος Roosevelt ενήργησε δεύτερη υποτίμηση του νομίσματος.

Η κατάργηση των Ρητρών Χρυσού οδήγησε σε μείωση κατά 69% της συνολικής αξίας του χρέους του επιχειρηματικού κλάδου και δέχθηκε έντονες επικρίσεις από τους υπερασπιστές της «αγιότητας των συμβάσεων», με το επιχείρημα της αντισυνταγματικής και άνευ προηγουμένου κρατικής παρέμβασης στη σύναψη συμβάσεων μεταξύ ιδιωτών. Ακολούθησε πληθώρα δικαστικών διαμαχών, με αποτέλεσμα στις 18/2/1935 το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ να κρίνει με οριακή πλειοψηφία 5 – 4 το μέτρο συνταγματικό.



Ο Krozner (1999) ανέλυσε τις αντιδράσεις των αγορών απέναντι στην απόφαση αυτή και βρήκε ότι οι τιμές των μετοχών και των ομολόγων ανέβηκαν με την εξαγγελία του μέτρου, ενώ η μεγαλύτερη θετική επίδραση σημειώθηκε στις τιμές των ομολόγων εταιρειών με τη μεγαλύτερη πιθανότητα χρεοκοπίας, προ της εφαρμογής του μέτρου. Ο Krozner αποδίδει την άνοδο στην αγοραία αξία των δανείων που ενσωματώνουν Ρήτρες Χρυσού, στην αύξηση που επέφερε η κατάργησή τους στην πιθανότητα αποπληρωμής του χρέους. Πράγματι, η αύξηση στην αξία των δανείων υπερκαλύπτει τη μείωση που επέφερε σε αυτά η αλλαγή στη μονάδα βάσης. Από την πλευρά των κατόχων χρέους, ο Krozner καταλήγει ότι η διαγραφή χρέους κρίνεται πιο επικερδής από την είσπραξη.

Τα αποτελέσματα αυτά αναδεικνύουν την χρησιμότητα των μέτρων που έχουν χαρακτήρα διαγραφής χρέους στη διαδικασία αναδιάρθρωσης χρέους (αναδιαπραγμάτευσης των δανειακών συμβάσεων). Η επιβολή της καθολικής συμμετοχής των πιστωτών σε ανάλογα προγράμματα (εδώ στην κατάργηση των Ρητρών Χρυσού από τα δάνεια που έχουν χορηγήσει) διασφαλίζει τη βελτίωση της θέσης τόσο των πιστωτών όσο και των οφειλετών από τη μεταβολή της οικονομικής συγκυρίας. Ομοίως, οι ζημίες που υπέστησαν οι καταθέτες από τη μείωση της αξίας των καταθέσεων τους αντισταθμίστηκαν σε ένα βαθμό από τη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης των τραπεζών που επέφερε η υποτίμηση του νομίσματος.

Στο ερώτημα εάν η απόφαση του Ανωτάτου Δικαστηρίου περί συνταγματικότητας του μέτρου κατάργησης, με απόφαση της Κυβέρνησης, των Ρητρών Χρυσού επηρέασε αρνητικά το κλίμα εμπιστοσύνης του επενδυτικού κοινού απέναντι στο κράτος δικαίου, τη σταθερότητα της νομισματικής πολιτικής και την αξία του νομίσματος, η απάντηση είναι προφανώς αρνητική. Η αγορά έκρινε την κυβερνητική απόφαση ως επιβεβλημένη για την αντιμετώπιση της ύφεσης και την αποφυγή των γενικευμένων πτωχεύσεων επιχειρήσεων υπό το βάρος του χρέους. Σε επιβεβαίωση της αποτελεσματικότητας του μέτρου, η ανάπτυξη της οικονομίας των ΗΠΑ συνεχίστηκε με ταχείς ρυθμούς από το 1933 έως και το φθινόπωρο του 1937, απετράπη το κύμα μαζικών πτωχεύσεων στο τραπεζικό σύστημα, ενώ οι συναλλαγματικές ισοτιμίες και το επίπεδο τιμών παρέμειναν



σταθερά καθόλη τη διάρκεια της περιόδου.

6.4.3. Αξιολόγηση – Συμπεράσματα για το μέλλον

Η διάσωση των οφειλετών με νομοθετική παρέμβαση στα παραδείγματα του 1861 και του 1933 στις ΗΠΑ είχε μηδενικό άμεσο δημοσιονομικό κόστος διάσωσης. Στην περίπτωση της διά νόμου μείωσης της πραγματικής αξίας του χρέους, η χρηματοδότηση της μείωσης επιβαρύνει τους κατόχους χρέους και τους καταθέτες και όχι τον κρατικό προϋπολογισμό, όπως έχουμε δει σε προηγούμενα παραδείγματα. Εντούτοις, όπως επισημαίνει και ο Kozner, οι δύο αυτές ομάδες είναι ενδέχεται να είναι και οι καθαροί αποδέκτες των ωφελειών του προγράμματος, καθώς οι ευνοϊκές μακροοικονομικές επιπτώσεις της αναδιάρθρωσης χρέους αυξάνουν την πιθανότητα είσπραξης των απαιτήσεών τους. Επιπλέον, οι ομάδες αυτές συνιστούν τμήμα του φορολογικού σώματος και εμμέσως ωφελούνται, δεδομένου ότι η αναδιάρθρωση δεν γίνεται με δημόσιους πόρους.

Γενικότερα, τα πλεονεκτήματα μίας διά νόμου διαγραφής χρέους είναι τα εξής:

(α) αποτελεσματική και ταχεία διαχείριση των προβλημάτων υπερχρέωσης στον επιχειρηματικό κλάδο και το τραπεζικό σύστημα. Η διαγραφή χρέους συνεπάγεται την αναγνώριση της ζημίας που προκύπτει από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, προσφέροντας άμεση ανακούφιση στους δανειζόμενους. Επιπλέον, συμβάλλει στην ταχεία εξυγίανση του ισολογισμού των τραπεζών. Η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών εξαρτάται: Πρώτον, από κατά πόσο η ελάφρυνση χρέους των δανειζόμενων αυξάνει την πιθανότητα αποπληρωμής του χρέους τους. Δεύτερον, από το βαθμό μείωσης της αξίας του χρέους των καταθετών παράλληλα με την αξία του χρέους των τραπεζών (ή το βαθμό απευθείας επιδότησής τους από την Κυβέρνηση). Τρίτον, από το κατά πόσο οι Τράπεζες ή η Κυβέρνηση παράσχουν επιπλέον κεφάλαια, μετά την αναγνώριση των ζημιών.

(β) Η εύκολη εφαρμογή του, που δεν εξαρτάται τόσο από την ποιότητα του νομοθετικού και ρυθμιστικού πλαισίου και των πολιτικών θεσμών, όσο εναλλακτικά



προγράμματα (πχ. Punto Final Program ή AMCs).

Ένα από τα μειονεκτήματα του προγράμματος διαγραφής χρέους είναι ότι ευνοεί τις δανειολήπτριες επιχειρήσεις και τους μετόχους των τραπεζών, που δεν συμμετέχουν στις ζημιές από τη διαγραφή, δημιουργώντας συγχρόνως κίνητρα για ανεπαρκή διαχείριση κινδύνων. Εφόσον χρησιμοποιείται ως μέτρο για την αντιμετώπιση εξαιρετικών συνθηκών, το πρόβλημα ηθικού κινδύνου περιορίζεται. Εάν όμως οι ομάδες που ευνοούνται (δανειολήπτριες επιχειρήσεις και μέτοχοι) αντιληφθούν ότι η Κυβέρνηση το χρησιμοποιεί επαναλαμβανόμενα στα πλαίσια της αντικυκλικής πολιτικής, η ανάληψη υψηλού ρίσκου εκ μέρους των δανειζόμενων αναμένεται να ενταθεί. Επιπλέον, η διαγραφή χρέους υπονομεύει τους θεσμούς της νομισματικής πολιτικής και το κράτος δικαίου, μέσω της ανάκλησης των νομισματικών προτύπων και της παρέμβασης στη σύναψη ιδιωτικών δανειακών συμβάσεων. Το κόστος του προγράμματος εξαρτάται από τη συχνότητα εφαρμογής του μέτρου και την αντίληψη που διαμορφώνεται στην αγορά περί του εάν πράγματι εφαρμόζεται από την Κυβέρνηση σε εξαιρετικές μόνο περιστάσεις.

Τόσο ο ηθικός κίνδυνος από πλευράς Διοίκησης τραπεζών και δανειοληπτών, όσο και το κόστος δυσφήμισης για την Κυβέρνηση μπορούν να μετριαστούν με την μείωση του ποσού της διαγραφής χρέους και την σύνδεσή της με τις επιδόσεις της τράπεζας που χορηγεί το δάνειο και του δανειολήπτη. Εντούτοις, αυτή η προσέγγιση στερείται πρακτικής σημασίας στις περιπτώσεις που η διαγραφή χρέους επιτυγχάνεται μέσω μίας ευρείας κλίμακας μεταβολή στην πραγματική αξία του χρέους (μέσω της μεταβολής στη μονάδα βάσης - numeraire).

Παρά τα μειονεκτήματα του, το μέτρο εξακολουθεί να προτιμάται κυρίως διότι δεν συνεπάγεται καμία δημοσιονομική επιβάρυνση (όπως εναλλακτικά προγράμματα επιλεκτικής διάσωσης), αλλά και λόγω της ταχείας και απλής εφαρμογής του. Εντούτοις, προκειμένου να αποφέρει το επιθυμητό αποτέλεσμα στην επανεκκίνηση της χορήγησης πιστώσεων σε υγιή βάση, κρίνεται αναγκαία η ταυτόχρονη ύπαρξη ενός αποδοτικού νομικού συστήματος και πτωχευτικού κώδικα, ώστε να παρέχονται κίνητρα στους οφειλέτες προς εξυπηρέτηση του τμήματος του χρέους τους, που απομένει μετά τη



διαγραφή, καθώς επίσης και η ίδρυση μίας εποπτικής αρχής που θα αναγκάζει τις επωφελούμενες από τη διαγραφή χρέους τράπεζες σε ανοικοδόμηση της κεφαλαιακής τους βάσης.

6.5. Ε' Μηχανισμός

Σύσταση δημοσίων εταιρειών διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων - AMC's

Η σύσταση και λειτουργία δημοσίων εταιρειών διαχείρισης περιουσιακών στοιχείων (Asset Management Companies – εις το εξής AMC's), στις οποίες οι Τράπεζες μεταφέρουν από το δανειακό τους Χ/Φ τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, συνιστά μία κεντρική πρωτοβουλία της Κυβέρνησης, που θέτει ως βασικό στόχο την επιτάχυνση της διαδικασίας αναδιάρθρωσης των επιχειρήσεων. Ο μηχανισμός αυτός τέθηκε σε εφαρμογή μεταξύ άλλων στη Σουηδία, στα πλαίσια του προγράμματος Securum and Retrieva, και στο Μεξικό με το πρόγραμμα FOBARPOA, τα οποία θα αναλύσουμε στη συνέχεια.

6.5.1. Σουηδία - Securum and Retrieva

Η απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού τομέα στη Σουηδία κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1980, χωρίς την παράλληλη ενίσχυση του ρόλου των ρυθμιστικών και εποπτικών αρχών, οδήγησε σε έξαρση της χορήγησης πιστώσεων, η οποία με τη σειρά της τροφοδότησε μία παρατεταμένη άνθηση στην αγορά των ακινήτων (Berggren 1995). Σε διάρκεια τεσσάρων ετών από το 1987 έως το 1990, οι συνολικές χορηγήσεις εκτοξεύθηκαν από το 90% του ΑΕΠ στο 140% του ΑΕΠ. Επιπλέον, στα πλαίσια του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών, οι επιχειρήσεις άρχισαν να δανείζονται και σε ξένο νόμισμα, προκειμένου να επωφεληθούν από τα ελκυστικότερα ξένα επιτόκια δανεισμού. Στα τέλη του 1990, περισσότερο από το 50% του υφιστάμενου εταιρικού χρέους είχε εκδοθεί σε συνάλλαγμα (Drees & Pazarbasioglu 1998).

Οι μεταρρυθμίσεις στη φορολογική νομοθεσία στα τέλη της δεκαετίας του 1990, που μείωσαν το ποσοστό απαλλαγής των εξόδων από τόκους για αγορά ακινήτων από το φορολογητέο εισόδημα, σε συνδυασμό με την σφιχτή νομισματική πολιτική και το



χαμηλότερο επίπεδο τιμών, αύξησαν σημαντικά τα πραγματικά επιτόκια δανεισμού μετά φόρου και οδήγησαν σε σημαντική μείωση των τιμών της ακίνητης ιδιοκτησίας και των μετοχών. Σε απόρροια των ανωτέρω η Σουηδία εισήλθε σε βαθιά ύφεση, η οποία επιτάχυνε την πτώση των τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Επιπλέον, η κρίση οδήγησε σε εκτίναξη των επιτοκίων (αύξηση έως και 500%) και σε σημαντική υποτίμηση του εθνικού νομίσματος, όταν το 1992 εγκαταλείφθηκε το σύστημα σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών.

Οι εξελίξεις αυτές επιδείνωσαν το κλίμα στον επιχειρηματικό τομέα και πολλές επιχειρήσεις δεν μπορούσαν πλέον να ανταπεξέλθουν πλήρως στην εξυπηρέτηση των δανείων που είχαν λάβει από τις τράπεζες. Συνεπώς, αυξανόταν ολοένα ο αριθμός των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο Χ/Φ των τραπεζών με κορύφωση κατά το έτος 1991. Το φθινόπωρο του 1991 είχαν διαφανεί ξεκάθαρα τα συσσωρευμένα προβλήματα σε δύο από τις έξι μεγαλύτερες τράπεζες της χώρας και κρίθηκε αναγκαία η ανακεφαλαιοποίησή τους προς ανάκτηση της κεφαλαιακής τους επάρκειας. Όσον αφορά τη Nordbanken, με βασικό μέτοχο το Δημόσιο, η Κυβέρνηση προέβη στην ανακεφαλαιοποίησή της με κρατικούς πόρους, αυξάνοντας τη συμμετοχή του Δημοσίου στο μετοχικό της κεφάλαιο στο 77%. Όσον αφορά τη Första Sparbanken, το Δημόσιο μπήκε εγγυητής στη σύναψη και λήψη ενός νέου δανείου που της επέτρεψε να ανακτήσει τα εμποτικά της κεφάλαια.

Την άνοιξη του 1992, κατέστη σαφές ότι η Nordbanken δεν μπόρεσε να διαφύγει τον κίνδυνο, παρά την κρατική κεφαλαιακή ενίσχυση, με αποτέλεσμα η Κυβέρνηση να προβεί στην πλήρη εθνικοποίησή της, αγοράζοντας το υπόλοιπο 23% των μετοχών της. Τον Νοέμβριο του ίδιου έτους, η Κυβέρνηση ανακεφαλαιοποίησε εκ νέου την Nordbanken με 10 δις SEK, προκειμένου να απορροφήσει τις ζημίες από τις προβλέψεις που διενήργησε η τράπεζα για τις επισφάλειες στο δανειακό της Χ/Φ. Επιπλέον, προέβη σε διάσπαση της σε δύο τμήματα, μεταφέροντας το μεγαλύτερο μέρος των μη εξυπηρετούμενων δανείων στην νεοσύστατη AMC Securum. Η Securum εξαγόρασε περιουσιακά στοιχεία τραπεζών συνολικής λογιστικής αξίας 67 δις SEK, που αντιστοιχούν σε ποσοστό 4,4% του συνολικού ενεργητικού των Τραπεζών. Οι εξαγορά αφορούσε κατά κύριο λόγο δάνεια για την αγορά ακινήτων.



Το Σεπτέμβριο του 1992, η Gota Bank δεν ήταν σε θέση να καλύψει τις κεφαλαιακές τις απαιτήσεις και ο μεγαλομέτοχος της Τράπεζας, Trygg Hansa, αρνήθηκε να καλύψει την αναγκαία ΑΜΚ. Η Κυβέρνηση, προκειμένου να καθυσυχάσει τις αγορές, εξήγγειλε αμέσως την παροχή εγγύησης προς τους δανειστές της Τράπεζας, η οποία εν συνεχεία επεκτάθηκε σε όλες τις υπόλοιπες τράπεζες (Berggren 1992). Τον ίδιο μήνα, η Gota κήρυξε πτώχευση. Τον Δεκέμβριο του 1992, η Κυβέρνηση την εξαγόρασε με πρόθεση την άμεση πώλησή της. Προκειμένου δε να διευκολύνει την εύρεση επενδυτών, η Κυβέρνηση προχώρησε στη διάσπασή της σε δύο τμήματα, όπως και στην περίπτωση της Nordbanken, και μεταφορά του «κακού» τμήματος του ενεργητικού της (που αφορούσε κυρίως δάνεια για την αγορά ακινήτων) ύψους 43 δις SEK (3% του συνόλου του ενεργητικού των τραπεζών) στη θυγατρική της AMC Retrieva.

Τον Δεκέμβριο του 1992, η Κυβέρνηση σε μία προσπάθεια συνολικής αντιμετώπισης της τραπεζικής κρίσης στη χώρα, ψήφισε την Bank Support Act, στα πλαίσια της οποίας η Κυβέρνηση ήταν εξουσιοδοτημένη να παρέχει στήριξη στις προβληματικές τράπεζες με τη μορφή των εγγυήσεων στην έκδοση νέου χρέους, της ανακεφαλαιοποίησης και άλλων συναφών μέτρων. Επίσης, συστάθηκε μία νέα εποπτική αρχή, η Bank Supervisory Authority, με αντικείμενο το σχεδιασμό και την διαχείριση των προγραμμάτων στήριξης των τραπεζών. Κατά το επόμενο έτος, οι δύο τράπεζες συγχωνεύθηκαν, υπό την επωνυμία Nordbanken, συνιστώντας την τέταρτη σε μέγεθος τράπεζα της Σουηδίας. Η τράπεζα προχώρησε σε αναδιάρθρωση των λειτουργικών της δραστηριοτήτων και αργότερα πουλήθηκε σε ιδιώτες. Οι αντίστοιχες ΑΜΚs, Securum και Retrieva, συγχωνεύθηκαν τον Δεκέμβριο του 1995.

Οι συσταθείσες ΑΜΚs ήταν βασικά επιφορτισμένες με την μεγιστοποίηση της υπολειμματικής οικονομικής αξίας των δανειακών Χ/Φ που μεταφέρονταν σε αυτές. Κατά τη διάρκεια της πρώτης φάσης στην πλειονότητα των περιπτώσεων, εξανάγκαζαν τους οφειλότες σε πτώχευση, λαμβάνοντας τις εμπράγματα εγγυήσεις (ως επί το πλείστον ακίνητη ιδιοκτησία), τις οποίες εν συνεχεία αναλάμβαναν να εκποιήσουν. Για παράδειγμα, η Securum είχε στην κατοχή της 2.500 ακίνητα με υπολογιζόμενη εμπορική αξία 15 – 20 δις SEK, που αντιστοιχούσε στο 1-2% του συνόλου των



ακινήτων για εμπορική χρήση στη Σουηδία (Englund 1999).

Στη διάρκεια των ετών 1995 – 1996 που η αγορά ακινήτων είχε αρχίσει να ανακάμπτει, η Securum πούλησε τα ακίνητα που περιήλθαν στην κατοχή της μέσω δημοσίων προσφορών στο χρηματιστήριο της Σουηδίας και μέσω απευθείας πωλήσεων σε ιδιώτες και επιχειρήσεις, σε τιμές βέβαια χαμηλότερες του ιστορικού μέσου. Η Securum ολοκλήρωσε τις εργασίες της νωρίτερα από το αναμενόμενο και διαλύθηκε στα τέλη του 1997.

Όπως προκύπτει από την ανάλυση, οι Securum και Retrieva όχι μόνο υπήρξαν αποτελεσματικές στην εκποίηση των περιουσιακών στοιχείων που είχαν μεταφερθεί σε αυτές από τα προβληματικά τραπεζικά ιδρύματα, αλλά και στην ανάκτηση μεγάλων ποσών από τη διάθεσή τους. Αυτό επιτεύχθηκε πρωτίστως χάρη στην ύπαρξη ενός ισχυρού δικαστικού συστήματος που τους επέτρεψε να εξαναγκάσουν τους οφειλότες τους σε πτώχευση, από τη στιγμή που η συνέχιση της δραστηριότητάς τους κρινόταν οικονομικά μη βιώσιμη. Η αναδιάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων που μεταφέρθηκαν σε αυτές διευκολύνθηκε επίσης και από το γεγονός ότι στη μεγάλη τους πλειοψηφία ήταν συνδεδεμένα με την αγορά ακινήτων. Ο κλάδος του real estate γενικά είναι εύκολο να αναδιρθωθεί από πολιτικής σκοπιάς, δεδομένου ότι οι σχετικές ενέργειες δεν συνεπάγεται την απώλεια θέσεων εργασίας στην οικονομία. Επιπλέον, η επιτυχία των AMC's μπορεί να αποδοθεί και στο άρτια καταρτισμένο management, στους ισχυρούς μηχανισμούς διαχείρισης που διασφάλισαν την ανεξαρτησία των δραστηριοτήτων τους, τον περιορισμένο σχετικά όγκο περιουσιακών στοιχείων που μεταφέρθηκαν σε αυτές και την παροχή επαρκούς χρηματοδότησης (Klingebiel 2000).

6.5.2. Μεξικό – FOBARPOA

Το Μεξικό υπέφερε μία συστημική τραπεζική κρίση, αρχής γενομένης τον Δεκέμβριο του 1994, που οφείλεται κυρίως σε μία σειρά από εγγενείς αδυναμίες του τραπεζικού συστήματος της χώρας: ελαστικοί κανόνες κεφαλαιακής επάρκειας κατά την περίοδο ιδιωτικοποίησης των τραπεζών, μη συνετή πολιτική χορήγησης πιστώσεων, ανεπαρκείς λογιστικές πρακτικές και δημοσίευση των χρηματοοικονομικών



πληροφοριών, αδύναμο ρυθμιστικό πλαίσιο και μηχανισμοί εποπτείας, ανεπαρκές νομικό και δικαστικό σύστημα που συνεπαγόταν ελαστική αντιμετώπιση των οφειλετών που κήρυσαν default (αδυναμία αποπληρωμής των δανειακών τους υποχρεώσεων). Ακόμη, οι απαιτήσεις περί διάχυσης των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας και διαχωρισμού των τραπεζών από τις βιομηχανικές επιχειρήσεις δεν επαρκούσαν για την αποφυγή ενδεχόμενων συγκρούσεων συμφερόντων (Mulas 2001 - La Porta, Lopez-de-Silanes & Zamarripa 2003).

Απέναντι στον κίνδυνο της κατάρρευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος περί τα τέλη του 1994, η Κυβέρνηση του Μεξικό εισήγαγε μία σειρά προγραμμάτων στήριξης του τραπεζικού κλάδου, τα περισσότερα εκ των οποίων εκπονήθηκαν από το Ταμείο Προστασίας των Τραπεζικών Καταθέσεων – FOBARPOA. Μεταξύ αυτών ενδεικτικά αναφέρουμε το Πρόγραμμα εξαγοράς δανείων από το Χ/Φ ενεργητικού των τραπεζών (Loan Purchase Program) και το Πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης, στα πλαίσια των οποίων ανταλλάσσονταν υπερήμερα δάνεια εις χείρας των τραπεζών με κυβερνητικά ομόλογα, προς αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών.

Το FOBARPOA συστάθηκε αρχικά το 1990 ως φορέας εγγύησης των καταθέσεων. Σύντομα όμως και ένεκα της κρίσης που είχε ξεσπάσει, μετατράπηκε το 1996 σε AMC και η δικαιοδοσία του επεκτάθηκε στη διάσωση των προβληματικών τραπεζών.

Σε γενικές αρχές το FOBARPOA απέτυχε στην εξυγίανση του ενεργητικού των τραπεζών. Στα τέλη του 1996, συστάθηκε η VVA (Valuacion y Venta de Activos), προκειμένου να ενισχύσει τις δραστηριότητές του στην πώληση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων που μεταφέρονταν σε αυτό από τις τράπεζες. Εντούτοις, οι δραστηριότητες της VVA προσέκρουσαν σε μία σειρά εμποδίων. Αρχικά, στην απαγόρευση από την Κυβέρνηση στις στην VVA (και τις τράπεζες εν γένει) να προβαίνουν σε κατασχέσεις περιουσιακών στοιχείων, καθώς η τράπεζα που τα μετέφερε διατηρούσε την κυριότητά τους. Δεύτερον, ο μεγάλος όγκος των απομειωμένων περιουσιακών στοιχείων καθιστούσε δύσκολη την εκποίησή τους και την αναδιάρθρωση του χρέους. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι στο ζενίθ του προγράμματος



FOBARPOA, το Ταμείο διακρατούσε περισσότερο από το 50% του συνόλου των χορηγούμενων δανείων από τις τράπεζες της χώρας. Τρίτον, παρασχέθηκε στις τράπεζες η δυνατότητα να μεταφέρουν στο FOBARPOA διαφόρων τύπων περιουσιακά στοιχεία (π.χ. επιχειρηματικά δάνεια, πολιτικά συνδεδεμένα δάνεια (politically connected loans), τα οποία αυτό δεν ήταν σε θέση να διαχειριστεί κατά το δέον, λόγω της άσκησης έντονων πολιτικών πιέσεων. Η μεταφορά περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών στις δύο AMC's εξελίχθηκε σε μία αδιαφανή και επαναλαμβανόμενη διαδικασία, η οποία δημιούργησε την αντίληψη ότι κάποιες τράπεζες τύγχαναν πιο ευνοϊκής μεταχείρισης σε σύγκριση με άλλες. Η διαδικασία due diligence της VVA υπήρξε μακρά και σύνθετη, καθόσον ο φάκελος του δανείου είθισται να παραμένει εις χείρας των τραπεζών. Τέταρτον, οι αρμοδιότητες της VVA και της FOBARPOA δεν ήταν σαφώς προσδιορισμένες, δημιουργώντας σύγχυση και προβλήματα συντονισμού μεταξύ τους (Mulas 2001).

Τον Ιούνιο του 1997, οι VVA και FOBARPOA συγχωνεύθηκαν σε μία ενιαία αρχή, την DAC (Dirección de Activos Corporativos), η οποία ανέλαβε την επίβλεψη και τον συντονισμό των ενεργειών αναδιάρθρωσης του εταιρικού χρέους που διακρατούσε στο Χ/Φ της η FOBARPOA.

Η πώληση των απομειωμένων περιουσιακών στοιχείων επιτελέστηκε κυρίως μέσω της άντλησης μετρητών από δημοπρασίες, την οποία όμως δυσχέραινε η απουσία δευτερογενούς αγοράς. Εν γένει, η DAC συνάντησε τις ίδιες περίπου δυσκολίες με τις προκατόχους της κατά την εκποίηση των μεταφερόμενων σε αυτή περιουσιακών στοιχείων (πολιτικές παρεμβάσεις, ανεπαρκής πτωχευτικός κώδικας κλπ.), κατορθώνοντας να εκποιήσει έως τώρα μόνο το 0,5% των συνολικών περιουσιακών στοιχείων που της μεταφέρθηκαν, με χαμηλό μάλιστα μέσο όρο ανάκτησης της τάξεως του 15% (IMF 2003).

Το πρόγραμμα FOBARPOA, πέρα από την αναδιάρθρωση του εταιρικού χρέους, φαίνεται ότι απέτυχε και στην ενδυνάμωση του τραπεζικού τομέα. Κατά τα έτη 1995 – 1998, η χορήγηση δανείων στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας σημείωσε σημαντική πτώση (από 39% του ΑΕΠ στα τέλη του 1994 στο 19% του ΑΕΠ στα τέλη του 1998).



Στις αρχές του 1999, το FOBARPOA διαλύθηκε και τα περιουσιακά στοιχεία που είχαν μεταφερθεί σε αυτό, μεταφέρθηκαν εν συνεχεία σε μία νεοσυσταθείσα Αρχή, την IPAB (Bank Savings Protection Institute), επιφορτισμένη με την αρμοδιότητά διαχείρισης και διάθεσής τους.

Μία άλλη αστοχία του FOBARPOA υπήρξε και η παράνομη μεταφορά πόρων σε πανίσχυρες ελίτ της χώρας. Υπό την πίεση της αξιωματικής αντιπολίτευσης, η Κυβέρνηση αποφάσισε τη διεξαγωγή ανεξάρτητου ελέγχου των λογαριασμών του Ταμείου και των δανείων που διακρατούσε στο Χ/Φ του από έναν Καναδό Ελεγκτή, τον Michael Mackey. Εντούτοις, το αυστηρό πλαίσιο προστασίας του τραπεζικού απορρήτου που ίσχυε στο Μεξικό εμπόδισε τον εξονυχιστικό έλεγχο των σχετικών λογαριασμών και την καταγραφή των παραποιήσεων. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι, σε έκθεσή του, ο Mackey αναφέρει ότι μέρος των δανείων συνολικής αξίας περίπου 7,3 δις δολαρίων (ποσοστό άνω του 10% του συνόλου), που είχαν μεταφερθεί στο FOBARPOA, δεν πληρούσαν τα κριτήρια συμμετοχής στο πρόγραμμα, ενώ πάνω από 600.000 δολάρια εξ αυτών ήταν παρανόμου προελεύσεως.

Η εμπειρία του Μεξικό από την εφαρμογή του FOBARPOA καταδεικνύει ότι η ύπαρξη ενός ισχυρού πτωχευτικού κώδικα και δικαστικού συστήματος συνιστά απαραίτητη προϋπόθεση για μία επιτυχημένη αναδιάρθρωση εταιρικού χρέους. Επίσης αναδεικνύει την σημαντική επίδραση που ενδέχεται να έχουν διάφοροι πολιτικοί - οικονομικοί παράγοντες στην επιτυχία αντίστοιχων προγραμμάτων. Τα προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης και εξυγίανσης του ενεργητικού καθαυτά δεν μπορούν να διασφαλίσουν την επανεκκίνηση της χορήγησης πιστώσεων από τις τράπεζες, ιδίως σε μία χώρα με υψηλό επίπεδο διαφθοράς και ισχνό νομοθετικό και ρυθμιστικό πλαίσιο.

6.5.3. Το παράδειγμα της Ινδονησίας

Η Κυβέρνηση της Ινδονησίας επιχείρησε να αντιμετωπίσει την κρίση που ξέσπασε στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της χώρας από την άρση του συστήματος σταθερών συναλλαγματικών ισοτιμιών του νομίσματος (Thai Bhat) το 1997. Προς τούτο, σύστησε το ίδιο έτος την Αρχή Αναδιάρθρωσης των Τραπεζών της Ινδονησίας – IBRA –



(Indonesian Bank Restructuring Agency), με ευρύ φάσμα ευθυνών, μεταξύ των οποίων την αναδιάρθρωση των τραπεζών που τέθηκαν υπό την εποπτεία του, την ανάκτηση της αξίας και αναδιάρθρωση του ενεργητικού τους (με έμφαση στο Χ/Φ χορηγήσεών τους) και την καλύτερη χρήση των κρατικών πόρων που είχαν διοχετευτεί στο τραπεζικό σύστημα κατά τη διάρκεια της προηγούμενης περιόδου (Lindgren et al. 1999).

Στις 14/2/1998, η IBRA ανέλαβε την επιτήρηση 54 τραπεζών, μεταξύ των οποίων 4 κρατικών και 50 ιδιωτικών και περιφερειακών αναπτυξιακών τραπεζών, οι οποίες είχαν δανειστεί από την Κεντρική Τράπεζα της Ινδονησίας ποσά άνω του 200% των κεφαλαίων τους και είχαν δείκτη κεφαλαιακής επάρκειας κάτω του 5%. Οι Τράπεζες αυτές αντιστοιχούσαν σε ποσοστό 36,7% του συνόλου του ενεργητικού του τραπεζικού τομέα. Η πλειονότητα των μη εξυπηρετούμενων δανείων είχε μεταφερθεί στην IBRA από τις κρατικές τράπεζες. Επτά από τις 54 τράπεζες είχαν δεχθεί το μεγαλύτερο τμήμα των ενέσεων ρευστότητας της Κεντρικής Τράπεζας, με τη λήψη δανείων που αντιστοιχούσαν σε ποσοστό άνω του 75% του συνόλου των χορηγούμενων από αυτή δανείων.

Τα δάνεια μεταφέρθηκαν στη λογιστική τους αξία, γεγονός που ενθάρρυνε την IBRA να τα διακρατήσει στο Ενεργητικό της παρά να τα εκποιήσει, προκειμένου να αποφύγει την αναγνώριση της σχετικής ζημίας. Στο επίκεντρο της στρατηγικής αναδιάρθρωσης χρέους που ακολούθησε τέθηκαν οι μεγάλοι οφειλέτες, με παράλληλη εξωτερική ανάθεση ή πώληση των δανείων μεσαίου και μικρού μεγέθους. Τα μικρότερα καταναλωτικά δάνεια και επιχειρηματικά δάνεια προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις πωλήθηκαν μέσω ανοικτών δημοπρασιών, ενώ τα μεσαίου μεγέθους εμπορικά δάνεια ομαδοποιήθηκαν και ανατέθηκαν σε υπηρεσιακούς παράγοντες μέσω μίας ανταγωνιστικής διαδικασίας υποβολής προσφορών. Όσον αφορά τα μεγαλύτερου ποσού επιχειρηματικά δάνεια, η IBRA επικεντρώθηκε στην αναδιάρθρωσή τους, προσφεύγοντας στα δικαστήρια/ κινώντας νομικές διαδικασίες κατά των μη συνεργαζόμενων οφειλετών και πωλώντας τα αναδιαρθρωμένα δάνεια μέσω μίας ανταγωνιστικής διαδικασίας υποβολής προσφορών. Αργότερα, η IBRA άλλαξε στρατηγική, στρεφόμενη στην απευθείας πώληση δανείων με discount (σε χαμηλότερη τιμή από τη λογιστική τους αξία). Όπως και στην περίπτωση του Μεξικό, οι



δραστηριότητες της IBRA παρεμποδίζονταν από το αδύναμο δικαστικό σύστημα, τις αδυναμίες στους μηχανισμούς επιβολής, τον μεγάλο αριθμό (πάνω από το 1/3 του συνόλου του ενεργητικού) και την ποιότητα των μεταφερόμενων δανείων (ως επί το πλείστον επισφαλής επιχειρηματικά δάνεια, χορηγούμενα από κρατικές τράπεζες).

6.5.4. Το παράδειγμα της Κορέας

Η Κυβέρνηση της Κορέας, στην προσπάθεια επίλυσης της κρίσης που ξέσπασε στο χρηματοπιστωτικό της σύστημα στα τέλη του 1997, ίδρυσε μία κρατική εταιρεία διαχείρισης κεφαλαίων, την KAMCO (Korean Asset Management Company), προκειμένου να βελτιώσει τις συνθήκες λειτουργίας των τραπεζών και να επιταχύνει τη διαδικασία εξομάλυνσης του χρέους. Κατά τη διάρκεια των ετών 1997 και 1998, η KAMCO ανέλαβε τη διαχείριση χιλιάδων μεμονωμένων περιουσιακών στοιχείων (προβληματικά δάνεια) συνολικής αξίας 110,1 τρις KRW, εκ των οποίων τα 39,8 τρις KRW μη εξυπηρετούμενα. Τα μεταφερόμενα δάνεια αφορούσαν κατά κύριο λόγο εργοστάσια σε λειτουργία και εργοστάσια που είχαν παύσει τη λειτουργία τους, καθώς επίσης και εμπορικά ακίνητα και αντιπροσώπευσαν ποσοστό 14,7% του συνόλου των τραπεζικών χορηγήσεων. Στις αρχές του προγράμματος, τα στοιχεία αυτά αγοράστηκαν από την KAMCO σε αξία μεγαλύτερη από την αγοραία, αλλά στη συνέχεια αγοράζονταν σε αξία περίπου ίση με την αγοραία, με μέση τιμή απόκτησης στο 36% της ονομαστικής τους αξίας.

Σε αντίθεση με το πρόγραμμα FOBARPOA του Μεξικό και παρά τους υποτονικούς ρυθμούς στην αρχή, η KAMCO προέβη σε ταχεία εκποίηση των μεταφερόμενων σε αυτή δανείων. Σε διάστημα περίπου δύο ετών, είχε κατορθώσει να επιλύσει 64,6 τρις KRW μη εξυπηρετούμενων δανείων (που αντιστοιχούν στο 60% του συνόλου των μεταφερόμενων δανείων) και να ανακτήσει άλλα 30,3 τρις KRW (76% του συνολικού ποσού που δαπάνησε για την αγορά τους). Πάνω από το 70% των εναπομείναντων NPLs συνολικής αξίας 45,5 τρις KRW σχετίζονται με την Daewoo και απαιτούσαν πιο λεπτούς και χρονοβόρους χειρισμούς ρευστοποίησης.

Η επιτυχία του προγράμματος στην Κορέα, σε αντίθεση με το FOBARPOA του



Μεξικό και του IBRA στην Ινδονησία, οφείλεται επιγραμματικά στα εξής: (α) εκτός από την εξαιρετική περίπτωση της πτώχευσης και εκκαθάρισης της Daewoo, η KAMCO είχε περιορισμένο ρόλο στην αναδιάρθρωση του εταιρικού χρέους. Το μεγαλύτερο μέρος των μη εξυπηρετούμενων δανείων που μεταφέρθηκαν σε αυτή αφορούσε εμπορικά ακίνητα, τα οποία είναι σαφώς πιο εύκολα ρευστοποιήσιμα (β) το δικαστικό σύστημα της Κορέας προσφέρει μεγαλύτερη προστασία στους πιστωτές και διαθέτει ισχυρότερους μηχανισμούς επιβολής σε σχέση με το Μεξικό (γ) η ρευστοποίηση των μεταφερόμενων εμπορικών ακινήτων ήταν ευκολότερη και λόγω της περιορισμένης έκτασης πολιτικών παρεμβάσεων στη διαδικασία.

6.5.5. Αξιολόγηση των AMCs – Συμπεράσματα

Στη θεωρία, η σύσταση και λειτουργία δημοσίων AMCs φαίνεται ότι αποτελεί μία καλή επιλογή προκειμένου να περιοριστούν οι αδυναμίες που συνεπάγεται η υιοθέτηση προγραμμάτων βασιζόμενων στην αγορά. Τα δυνητικά πλεονεκτήματά τους μπορούν να συνοψιστούν στα εξής:

(α) επίτευξη οικονομιών κλίμακας στη διαχείριση του Χ/Φ των μεταφερόμενων περιουσιακών στοιχείων, καθώς οι AMCs είθισται να στελεχώνονται από επαγγελματίες υψηλής εξειδίκευσης και τεχνικής κατάρτισης

(β) πλεονεκτήματα που απορρέουν από την παραχώρηση σε αυτές μεγάλης δικαιοδοσίας, προς επίσπευση των διαδικασιών αναδιάρθρωσης χρέους σε ένα περιβάλλον ασθενών κινήτρων στην αγορά και ανεπαρκούς θεσμικού πλαισίου.

(γ) πλεονεκτήματα από τη διαμεσολάβηση μίας ανεξάρτητης αρχής μεταξύ τραπεζών και πελατών τους, ώστε να αποφεύγονται οι έξωθεν παρεμβάσεις στη διαδικασία μεταφοράς των προβληματικών δανείων και στην επιλογή των επιχειρήσεων, των οποίων τα δάνεια θα μεταφερθούν. Αυτό φαίνεται πιο καθαρά στις αναδυόμενες οικονομίες, όπου η μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας και οι στενοί δεσμοί μεταξύ τραπεζών και ισχυρών βιομηχανικών ομίλων είναι συχνό φαινόμενο.



Από την ανάλυση που έγινε προηγουμένως, προκύπτει ότι η λειτουργία του θεσμού των AMCs στη Σουηδία αναδεικνύει κάποια από τα προαναφερόμενα πλεονεκτήματα. Εντούτοις, σε άλλες χώρες η ανεπαρκής εφαρμογή του θεσμού και οι ειδικές συνθήκες που επικρατούν εκεί περιόρισαν την αποτελεσματικότητα του προγράμματος. Πρώτον, οι δημόσιοι υπάλληλοι σε πολλές περιπτώσεις υστερούν σε πληροφόρηση και ικανότητα σε σχέση με τα στελέχη από την αγορά. Δεύτερον, οι δημόσιες υπηρεσίες (σε αντίθεση με τους ιδιωτικούς φορείς) δεν λειτουργούν σε πλήρη ανεξαρτησία. Όντας δημιουργήματα των εκάστοτε αναγκών της κοινωνίας, δεν είναι σε θέση να επιβάλλουν μονομερώς, παρά να διαπραγματεύονται με την κοινωνία τις ενδεδειγμένες πολιτικές, προβάλλοντας τις δυσμενείς συνέπειες που θα επέφερε η ενδεχόμενη μη εφαρμογή της. Σε χώρες όμως με ανεπαρκείς δομές (νομικό σύστημα, ρυθμιστικό πλαίσιο και πολιτικούς θεσμούς), οι δυνατότητες διαπραγμάτευσης των φορέων δημόσιας εξουσίας περιορίζονται. Οι τράπεζες και οι επιχειρήσεις ενδέχεται να έχουν ισχνά κίνητρα να συμμετάσχουν εθελοντικά σε κυβερνητικά προγράμματα αναδιάρθρωσης, από τη στιγμή που η μη συμμετοχή τους δεν τους επιφέρει καμία επίπτωση.

Ακόμη, σε χώρες με υψηλό επίπεδο διαφθοράς του πολιτικού συστήματος, διασύνδεσης πολιτικών και επιχειρηματιών και ατιμωρησίας των ισχυρών επιχειρηματικών ομίλων, ακόμη και μία AMC με υψηλή τεχνογνωσία και διαπραγματευτική ικανότητα δεν μπορεί να επιτύχει αποτελεσματικά τους στόχους της. Τρίτον, τα στελέχη των δημοσίων AMCs υπόκεινται στην παροχή στρεβλών κινήτρων (διαφθορά και πολιτικές πιέσεις για την ευνοϊκή μεταχείριση συγκεκριμένων επιχειρηματιών και αποφυγή μαζικών απολύσεων σε μεγάλες επιχειρήσεις). Τέλος, η αποτελεσματικότητα των AMCs περιορίζεται, όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των περιουσιακών στοιχείων που μεταφέρονται σε αυτή, σε σχέση με το συνολικό ενεργητικό του τραπεζικού συστήματος, λόγω και της πολιτικοποίησης της διαδικασίας διαχείρισης του σχηματιζόμενου Χ/Φ. Να τονιστεί ότι η ανεπαρκής παροχή κινήτρων αποτελεσματικής διαχείρισης και ο μεγάλος όγκος των μεταφερόμενων περιουσιακών στοιχείων αλληλο-μεγεθύνονται. Αυτό κατέστη σαφές στην περίπτωση του Μεξικό, όπου η FOBARPOA υπήρξε αναποτελεσματική ιδίως λόγω έλλειψης αξιοπιστίας ως προς τον επιμερισμό των ζημιών που ενθάρρυνε την υπέρμετρη συμμετοχή στο πρόγραμμα.



Δεδομένου ότι οι AMCs μπορούν να αποτελέσουν τροχοπέδη για την διοχέτευση σημαντικών κρατικών πόρων προς συγκεκριμένες τράπεζες, επιχειρήσεις και ιδιώτες, συχνά εντείνουν το πρόβλημα του ηθικού κινδύνου. Η αναγνώριση ή μη των ζημιών στο Χ/Φ των μη εξυπηρετούμενων δανείων από τις τράπεζες, μετά την ίδρυση μίας AMC, εξαρτάται από την τιμή που θέτει η Διοίκησή της τελευταίας για την μεταφορά των περιουσιακών στοιχείων. Οι ζημίες δεν αναγνωρίζονται από την Τράπεζα, όταν τα περιουσιακά στοιχεία μεταφέρονται στην AMC σε τιμή μεγαλύτερη από την αγοραία αξία τους, συνιστώντας έτσι μία άτυπη ανακεφαλαιοποίηση της τράπεζας. Επιπλέον, οι AMCs δεν επιβάλλουν την αναγνώριση μέρους της ζημίας από τις δανειολήπτριες επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν ασθενή κίνητρα για βελτίωση της συμπεριφοράς λήψης και εξυπηρέτησης δανείων στο μέλλον. Είναι γεγονός ότι ορισμένες φορές προβαίνουν ακόμη και σε ειδικές συμφωνίες για ευνοϊκότερη μεταχείριση συγκεκριμένων οφειλετών ή σε εύνοια συγκεκριμένων τραπεζών, με την αγορά προβληματικών δανείων από αυτές σε πολύ υψηλή τιμή. Πράγματι όπως έχει αποδειχθεί στην πράξη, τα επιχειρηματικά δάνεια, ιδίως τα χορηγούμενα σε ισχυρούς επιχειρηματικούς ομίλους, είναι και τα πιο δύσκολα στη διαχείριση από τις AMCs, κυρίως λόγω της αθέμιτης άσκησης πολιτικών πιέσεων.

6.6. ΣΤ' Μηχανισμός

Πώληση εγχώριων τραπεζικών ιδρυμάτων σε ξένες τράπεζες με τη συνδρομή του κράτους

Η συνδρομή του Κράτους συνήθως γίνεται υπό τη μορφή συμμετοχής στις ζημίες των τραπεζών από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια και ελαστικοποίησης των περιορισμών στις εγχώριες δραστηριότητες των ξένων τραπεζών. Η πώληση βασικά αποσκοπεί στην βελτίωση της αποδοτικότητας και της κεφαλαιακής βάσης των εγχώριων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και συνιστά μία κεντροποιημένη διαδικασία αναδιάρθρωσης των τραπεζών εκ μέρους της Κυβέρνησης, ενώ η αναδιάρθρωση των επιχειρήσεων αφήνεται στις δυνάμεις της ελεύθερης αγοράς.

Στο ερώτημα κατά πόσο το μέτρο αυτό μπορεί να αντικαταστήσει τις



προσπάθειες διατήρησης των προβληματικών εγχώριων τραπεζών «υπό την εθνική ομπρέλα», έχει αποδειχθεί στην πράξη ότι η είσοδος ξένων στρατηγικών επενδυτών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα συνιστά μία σημαντική πηγή νέων κεφαλαίων, των οποίων η διοχέτευση σε μη επικερδείς επενδύσεις είναι λιγότερο πιθανή (σε σχέση με την κρατική επιδότηση). Ακόμη, οι ξένοι παίκτες που επενδύουν σε ένα προβληματικό τραπεζικό σύστημα τείνουν να απολαμβάνουν σχετικά χαμηλό κόστος κεφαλαίου (σε σχέση με τα εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα), δεδομένου ότι δεν έχουν υποστεί κεφαλαιακές απώλειες από μη εξυπηρετούμενα δάνεια και μπορούν ευκολότερα να αντλήσουν νέα κεφάλαια (Calomiris & Wilson 2003).

Ενώ υπάρχουν στοιχεία ότι η πώληση προβληματικών εγχώριων τραπεζών σε ξένους τραπεζικούς ομίλους ενισχύει την αποτελεσματικότητα και προάγει τη σταθερότητα του εγχώριου τραπεζικού συστήματος (Demirguc – Kunt, Levine & Min 1998), συνήθως απαιτείται χρόνος έως ότου οι ξένοι επενδυτές συλλέξουν τις απαραίτητες πληροφορίες για την ποιότητα των δανειακών Χ/Φ των προς πώληση τραπεζών και εξοικειωθούν με το εγχώριο νομικό σύστημα και ρυθμιστικό περιβάλλον. Η έρευνα των Calomiris & Carey (1994) καταλήγει ότι η είσοδος ξένων επενδυτών στο τραπεζικό σύστημα των ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της πιστωτικής κρίσης (credit crunch) της δεκαετίας του 1980 οδήγησε στην δυσανάλογη χορήγηση νέων πιστώσεων σε λιγότερο αξιόχρεους δανειολήπτες, στην αγορά υφιστάμενων δανείων από τις προβληματικές τράπεζες παρά στη χορήγηση νέων και στην υποτονική παρουσία των ξένων στο management των εγχώριων τραπεζών των ΗΠΑ που εξαγοράστηκαν. Επιπλέον, παρά τη συντηρητική πολιτική εξαγοράς υφιστάμενων δανείων και χορήγησης νέων που ακολούθησαν, στις αρχές της δεκαετίας του 1990 οι ξένες τράπεζες είχαν υποστεί μεγαλύτερες ζημίες από μη εξυπηρετούμενα δάνεια σε σύγκριση με τις εγχώριες, κυρίως λόγω της ανεπαρκούς συλλογής πληροφοριών για την ποιότητα του Χ/Φ χορηγήσεων της τράπεζας που είχαν εξαγοράσει. Παρόλο που η άρση των εμποδίων στην είσοδο ξένων επενδυτών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα δύναται να εκτονώσει την πιστωτική κρίση και να βελτιώσει την μακροπρόθεσμη πολιτική χορηγήσεων των εγχώριων τραπεζών, η χορήγηση δανείων από ξένα τραπεζικά ιδρύματα ενδέχεται να μην συνιστά τέλειο υποκατάστατο της χορήγησης δανείων από εγχώριες τράπεζες στη βραχυχρόνια περίοδο. Συγχρόνως, εάν οι ξένες τράπεζες εξαγοράσουν, εκτός από τα



στοιχεία ενεργητικού και τα ακίνητα, την επωνυμία και το ανθρώπινο δυναμικό των εγχώριων τραπεζών, θα μπορούσαν άμεσα να διεισδύσουν στη χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις όλων των ειδών.

Ένας ακόμη περιορισμός της εισόδου ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα είναι και το κατά πόσο αυτές συνιστούν μία αξιόπιστη πηγή συνεχούς χορήγησης πιστώσεων στο μέλλον. Ορισμένοι μελετητές έχουν εκφράσει τις ανησυχίες τους ότι οι ξένες τράπεζες μπορούν ανά πάσα στιγμή να από-επενδύσουν από το εγχώριο τραπεζικό σύστημα, σε μία ενδεχόμενη επιδείνωση του οικονομικού περιβάλλοντος στο μέλλον. Στη θεωρία αυτό μπορεί όντως να συμβεί, διότι οι τράπεζες με έντονη διεθνή παρουσία έχουν την ευχέρεια να μετακινούν μέρος των κεφαλαίων τους μεταξύ των χωρών στις οποίες δραστηριοποιούνται, και κατ' επέκταση να μειώνουν περισσότερο την κατανομή των πιστώσεων (σε σύγκριση με μία εγχώρια τράπεζα) σε μία ενδεχόμενη δυσμενή οικονομική συγκυρία.

Προκειμένου να αντιληφθούμε τα υπέρ και τα κατά που συνεπάγεται η είσοδος ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, θα εξετάσουμε δύο σχετικά σύγχρονα και ενδεικτικά παραδείγματα χωρών, της Αργεντινής και του Μεξικό, κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990.

6.6.1. Είσοδος ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα της Αργεντινής

Η Αργεντινή, όπως και όλες σχεδόν οι οικονομίες της Λατινικής Αμερικής, ταλανίζονταν κατά τη δεκαετία του 1980 από ύφεση, υψηλό πληθωρισμό, χρηματοπιστωτική κρίση και έντονη κρίση δημοσίου χρέους. Στις αρχές της δεκαετίας του 1990, η Κυβέρνηση της Αργεντινής προχώρησε σε ένα μακρόπνοο πρόγραμμα χρηματοπιστωτικής και οικονομικής απελευθέρωσης, με επιμέρους άξονες την αντιμετώπιση του υπερπληθωρισμού (μέσω της δέσμευσης για μετατρέψιμότητα του εθνικού νομίσματος –peso – σε δολάρια), την ιδιωτικοποίηση δημοσίων επιχειρήσεων, συμπεριλαμβανομένων και των κρατικών τραπεζών, την απελευθέρωση/ απορρύθμιση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, την κατάργηση του προγράμματος εγγύησης καταθέσεων και την άρση των εμποδίων στην διακίνηση ξένων κεφαλαίων. Το σύνολο



των παραπάνω μέτρων υπήρξε ελκυστικό για τις ξένες τράπεζες, δεδομένης και της υστέρησης του τραπεζικού συστήματος της Αργεντινής. Στα πλαίσια εφαρμογής των κυβερνητικών δεσμεύσεων, δημιουργήθηκαν μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης των τραπεζικών καταθέσεων και χορηγήσεων, δεδομένης και της λειτουργικής ανεπάρκειας των εγχώριων τραπεζών σε όρους επισφαλειών και υψηλού φυσικού κόστους δραστηριοτήτων.

Η είσοδος ξένων τραπεζών στο χρηματοπιστωτικό σύστημα της Αργεντινής επιτράπη ήδη από τα αρχικά στάδια εφαρμογής του προγράμματος αναδιάρθρωσης. Κατά συνέπεια, η χορήγηση νέων δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα αυξήθηκε από 10% του ΑΕΠ το 1990 σε 14% του ΑΕΠ το 1994, με τις χορηγήσεις των ξένων τραπεζών να αντιστοιχούν στο 25,4% των δανείων προς ιδιώτες, στο 10,3% των στεγαστικών δανείων και στο 19% των εμπορικών δανείων (Dages, Goldberg & Kinney 2000).

Ένα χρόνο αργότερα, όταν η οικονομία της Αργεντινής «μολύνθηκε» από την κρίση της τεκίλα στο Μεξικό, οι ξένες τράπεζες πρωτοστάτησαν στην αγορά πιστώσεων, κυρίως λόγω του χαμηλότερου ρίσκου στα δανειακά τους Χ/Φ και των χαμηλότερων ζημιών από μη εξυπηρετούμενα δάνεια κατά τη διάρκεια της κρίσης, που «θωράκισε» τις δυνατότητες χρηματοδότησής τους. Υπό αυτές τις συνθήκες, αύξησαν τη χορήγηση πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία και εξαγόρασαν αρκετά προβληματικά εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα. Οι ξένες τράπεζες αντιμετώπισαν την επερχόμενη κρίση της τεκίλα ως ένα βραχυπρόθεσμο γεγονός και ως ευκαιρία να επενδύσουν στο μέλλον.

Περί το 1999, το μερίδιο αγοράς των ξένων τραπεζών στα ιδιωτικά δάνεια αυξήθηκε από 25,4% σε 45,8%, στα στεγαστικά σχεδόν τριπλασιάστηκε από 10,3% σε 31,9%, ενώ στα εμπορικά δάνεια εκτινάχθηκε από 19% στο 53,2%. Επισημαίνεται ότι στο τραπεζικό σύστημα της Αργεντινής αφίχθησαν τράπεζες από διάφορες χώρες. Μεταξύ αυτών, οι Banco Santander, Banco Bilbao Vizcaya, HSBC, Bank of Nova Scotia, Bank of Austria, Caisse Nationale de Credit Agricole, Abinsa και O' Higgins της Χιλής και Banco Itau της Βραζιλίας προχώρησαν σε μεγάλες επιχειρηματικές συμφωνίες εξαγοράς, εμπλουτίζοντας την εδραιωμένη παρουσία άλλων ξένων τραπεζικών ομίλων (Citibank, Bank of Boston, ABN Amro και Lloyds). Ο Cull (1998) διεξήγαγε ανάλυση



probit αναφορικά με τη στρατηγική εξαγορών που ακολούθησαν τα ξένα τραπεζικά ιδρύματα και κατέληξε ότι βασική τους επιδίωξη τους υπήρξε η εξαγορά μεγάλων εγχώριων τραπεζών, προκειμένου να επεκτείνουν τα μερίδια αγοράς τους, γεγονός που συνέβαλε αποφασιστικά στην ταχεία εξάπλωσή τους στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

Αρχικά, οι περισσότερες ξένες τράπεζες ίδρυσαν υποκαταστήματα στην πρωτεύουσα, όπου το 1997 συγκεντρώθηκε το σύνολο σχεδόν των χορηγούμενων πιστώσεων (περίπου 88,5%) σε σχέση με την υποτονική δραστηριότητα των εγχώριων ιδιωτικών τραπεζών (μόλις 40,5%). Αργότερα όμως, οι ξένες τράπεζες διείσδυσαν και σε περιοχές πέραν του αστικού κέντρου που προχώρησαν σε ιδιωτικοποιήσεις κρατικών τραπεζών, με αποτέλεσμα η χορήγηση πιστώσεων να αυξηθεί και εκεί με ταχείς ρυθμούς από το 1995 και εξής, όπως προκύπτει από τα στοιχεία της Παγκόσμιας Τράπεζας (2008). Ακόμη, οι ξένες τράπεζες έστρεψαν τις χορηγήσεις τους σε τομείς που παραδοσιακά δεν χρηματοδοτούντο από τις εγχώριες τράπεζες. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι τα δάνεια προς βιομηχανικές επιχειρήσεις αντιστοιχούν στο 1/3 σχεδόν του συνόλου των χορηγούμενων δανείων, την ίδια στιγμή που το ίδιο ποσοστό για τις εγχώριες ιδιωτικές τράπεζες είναι 13,1%. Επιπλέον, οι ξένες τράπεζες διασφάλισαν καλύτερα την ποιότητα του δανειακού τους Χ/Φ, σε σύγκριση με τις εγχώριες ιδιωτικές τράπεζες, μέσω της αποτελεσματικότερης αξιολόγησης και επιλογής των αιτούμενων δανειοληπτών. Κατά τα έτη 1997-1998, τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια ως ποσοστό του συνόλου των χορηγηθέντων δανείων άγγιζαν κατά μέσο όρο το 9,7% για τα ξένα ιδρύματα λιανικής τραπεζικής και το 8% για τα ξένα ιδρύματα χονδρικής τραπεζικής. Από την άλλη, τα εγχώρια ιδρύματα λιανικής τραπεζικής είχαν μέσο δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων στα ίδια επίπεδα με τα αντίστοιχα ξένα (περί του 9%). Τα εγχώρια ιδρύματα χονδρικής τραπεζικής, όμως, είχαν υπερδιπλάσιο δείκτη μη εξυπηρετούμενων δανείων (19,4%) σε σχέση με τα αντίστοιχα ξένα. Αδιαμφισβήτητα, η είσοδος ξένων τραπεζικών ομίλων στο τραπεζικό σύστημα της Αργεντινής αποτέλεσε μία νέα, μεγάλη και έντονα διαφοροποιημένη πηγή χορήγησης πιστώσεων στην πραγματική οικονομία της χώρας.

Επιπλέον, η ενεργός παρουσία μεγάλων ξένων τραπεζικών ομίλων με κεφαλαιακή επάρκεια προώθησε και την ιδιωτικοποίηση αρκετών προβληματικών



κρατικών τραπεζών της Αργεντινής, η αναδιάρθρωση των οποίων με άλλα μέσα θα ήταν αρκετά δύσκολη. Στη διάρκεια των ετών 1995-1999, ιδιωτικοποιήθηκαν 15 συνολικά κρατικές τράπεζες. Οι ιδιωτικοποιήσεις στο τραπεζικό σύστημα ενισχύθηκαν επίσης και από την παρουσία ενός ειδικού Ταμείου, επιχορηγούμενου από την Παγκόσμια Τράπεζα και άλλους πολυμερείς φορείς, το οποίο προώθησε το πρόγραμμα ιδιωτικοποίησης των επαρχιακών/ περιφερειακών κρατικών τραπεζών (Calomiris & Powell 2001).

Εν γένει, η είσοδος ξένων τραπεζών συνέβαλε ουσιαστικά στη σταθεροποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος της Αργεντινής στα τέλη της δεκαετίας του 1990, τόσο λόγω της άμεσης πιστωτικής επέκτασης για την αντιμετώπιση της κρίσης της τεκίλα, όσο και λόγω των μακροπρόθεσμων σταθεροποιητικών επιδράσεων που επέφερε η παρουσία τους στη χώρα. Από το τελευταίο τρίμηνο του 1994 έως το τελευταίο τρίμηνο του 1995 (τα έτη της κρίσης της τεκίλα) η χορήγηση δανείων από ξένα τραπεζικά ιδρύματα αυξήθηκε κατά 12% σε ετήσια βάση, σε μεγαλύτερο δηλαδή ρυθμό σε σχέση με τις εγχώριες τράπεζες. Το ίδιο συνέβη και κατά τα έτη 1996-1999, όπου η χορήγηση δανείων αυξανόταν με ρυθμούς άνω του 22% ετησίως (Dages, Goldberg & Kinney 2000).

Ο σταθεροποιητικός μηχανισμός των ξένων τραπεζών στο τραπεζικό σύστημα της Αργεντινής επέδρασε κυρίως μέσω της πίστωσης χρόνου που έδωσε η παρουσία τους και η αύξηση της χορήγησης πιστώσεων από αυτές στις ρυθμιστικές αρχές της χώρας, ώστε να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα για την ενίσχυση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου και την αποτελεσματική επιβολή του στον τραπεζικό τομέα. Χωρίς τη συνδρομή των ξένων τραπεζών, η συμμόρφωση των εγχώριων τραπεζικών ιδρυμάτων στο νέο ρυθμιστικό πλαίσιο θα απαιτούσε περικοπή των νέων χορηγήσεων, με τις γνωστές επιπτώσεις στην πραγματική οικονομία, γεγονός που συνεπάγεται υψηλό πολιτικό κόστος.

Παρόλο που κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του 1990 τα ξένα τραπεζικά ιδρύματα επέλεξαν να εξαγοράσουν περιουσιακά στοιχεία μακράς ληκτότητας, εκδηλώνοντας τις προθέσεις τους για μακρά παραμονή στη χώρα, η κυβερνητική



πολιτική μετά το 2000 οδήγησε σε μεγάλο κύμα εκροής ξένων επενδύσεων, καθώς η δημοσιονομική κρίση και η επακόλουθη ύφεση επέφερε υψηλό κόστος στη δραστηριότητα των τραπεζών. Το κόστος σχετίζεται τόσο με την αύξηση των ζημιών από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, λόγω ύφεσης, όσο και από την άσκηση πολιτικών πιέσεων στις τράπεζες να αγοράζουν κρατικά γραμμάτια, και τις επερχόμενες ζημίες από την αγορά τους, λόγω της αδυναμίας της Κυβέρνησης να τα αποπληρώσει. Σημαντικές απώλειες στις τράπεζες επέφερε και η ασύμμετρη προδιαγραφή των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού τους. Περί τα τέλη του 2001, ορισμένοι ξένοι τραπεζικοί όμιλοι προέβησαν σε κλείσιμο των υποκαταστημάτων τους στην Αργεντινή. Ενδεικτικά αναφέρεται η άρνηση της Κεντρικής Διοίκησης της Scotiabank να προβεί σε νέα κεφαλαιακή ενίσχυση της θυγατρικής της Scotiabank Quilmes και η παύση των δραστηριοτήτων της στην Αργεντινή. Το παράδειγμα της Scotiabank ακολούθησε το 2002 και η Gredit Agricole, η οποία έκλεισε όλες τις θυγατρικές της στη χώρα.

6.6.2. Είσοδος ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα του Μεξικό

Το παράδειγμα του Μεξικό ομοιάζει σε κάποια σημεία με το παράδειγμα της Αργεντινής, εντούτοις υπάρχει μία ειδοποιός διαφορά. Η Κυβέρνηση του Μεξικό τήρησε πολύ πιο επιφυλακτική στάση απέναντι στην είσοδο ξένων τραπεζικών ομίλων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα και θέσπισε κανόνες ελεύθερης εισόδου μόλις μετά το 1997, δύο έτη δηλαδή μετά την κρίση της τεκίλα. Συνεπώς, οι ξένες τράπεζες έκαναν την εμφάνισή τους μετά την κατάρρευση του χρηματοπιστωτικού συστήματος και πριν την οριστική επίλυση του προβλήματος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους. Γι αυτό το λόγο, η συμβολή τους στην ανάκαμψη της χορήγησης πιστώσεων δεν υπήρξε τόσο άμεση, όσο στην περίπτωση της Αργεντινής. Εντούτοις, μακροπρόθεσμα η είσοδος ξένων τραπεζών συνέβαλε σημαντικά στην πιστωτική επέκταση και στην βελτίωση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου λειτουργίας των τραπεζών.

Ο τραπεζικός τομέας του Μεξικό ιδιωτικοποιήθηκε ουσιαστικά στις αρχές της δεκαετίας του 1990, μετά από μία δεκαετία έντονης κρατικής παρουσίας στο τραπεζικό σύστημα. Η αύξηση των εγχώριων πιστώσεων υπήρξε θεαματική. Σε διάστημα δύο ετών από τα μέσα του 1989 έως τα μέσα του 1991 διπλασιάστηκε. Από τα τέλη του



1991 έως τα τέλη του 1994 διπλασιάστηκε για μία ακόμη φορά.

Κατά μία έννοια, η ιδιωτικοποίηση του τραπεζικού συστήματος υπήρξε καταδικασμένη από την αρχή. Πολλές από τις τράπεζες που πέρασαν στα χέρια ιδιωτών είχαν τεράστιες ποσότητες επισφαλών ή μη εξυπηρετούμενων δανείων, ενώ οι ιδιωτικοποιήσεις δεν έλαβαν τη μορφή της εισφοράς νέου κεφαλαίου από τους αγοραστές – επενδυτές. Στη συσσώρευση επισφαλών δανείων στο χαρτοφυλάκιο των τραπεζών συνέβαλαν και οι ανεπαρκείς κανόνες λογιστικής παρακολούθησης. Το καθεστώς αυτό ευνόησε τους μεγαλομετόχους των τραπεζών, οι οποίοι ισχυριζόμενοι τη συμμόρφωσή τους προς το ρυθμιστικό πλαίσιο, απέφευγαν την ανακεφαλαιοποίηση των ιδρυμάτων τους. Η ανεπάρκεια του ρυθμιστικού πλαισίου επέτρεψε στις τράπεζες του Μεξικό να αναπτύξουν τακτικές κερδοσκοπίας, διοχετεύοντας τις καταθέσεις στη χορήγηση δανείων υψηλού κινδύνου σε πέσο, την ίδια στιγμή που «πόνταραν» στην υποτίμηση του πέσο, λαμβάνοντας κατάλληλες θέσεις σε offshore παράγωγα προϊόντα. Η μεγαλύτερη ποσότητα δε των χορηγήσεων διοχετευόταν σε συνδεδεμένες με τις τράπεζες επιχειρήσεις, που απολάμβαναν προνομιακά επιτόκια και ευνοϊκούς όρους. Παρόλο που το εθνικό δίκαιο απαγόρευε την εξαγορά τραπεζών από μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις, η απαγόρευση δεν επεκτάθηκε και στους ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων αυτών, εντείνοντας το πρόβλημα διαφθοράς μεταξύ τραπεζών και μεγάλων επιχειρηματικών ομίλων.

Υπό αυτό το πρίσμα, όταν στα τέλη του 1993 η οικονομία του Μεξικό περιήλθε σε φάση ύφεσης, το κλίμα ευφορίας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα ανεστράφη και η χώρα, υπό το βάρος των συσσωρευόμενων δημοσιονομικών και νομισματικών προβλημάτων, βίωσε το 1994 πολιτικό χάος. Η Κυβερνητική δεν προχώρησε άμεσα στην αναγκαία δημοσιονομική μεταρρύθμιση, το εκτός ισολογισμού δημοσιονομικό κόστος εκτινάχθηκε και η μη βιώσιμη αποστείρωση των εκροών συναλλαγματικών αποθεμάτων οδήγησε τελικά το Δεκέμβριο του 2004 στην κατάρρευση του εθνικού νομίσματος, την οποία ακολούθησε κύμα μαζικών πτωχεύσεων στον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας. Υπό αυτές τις συνθήκες, αποκαλύφθηκε και το μέγεθος της αφερεγγυότητας του τραπεζικού συστήματος.



Η χορήγηση πιστώσεων συρρικνώθηκε στο ελάχιστο μετά την κρίση. Ακόμη και η σκόπιμη χαλαρότητα εκ μέρους των ρυθμιστικών αρχών δεν στάθηκε ικανή να επανεκκινήσει την χορήγηση νέων δανείων, για δύο βασικούς λόγους. Πρώτον, το νομικό υπόβαθρο για την προστασία των δικαιωμάτων των πιστωτών ήταν ανεπαρκές. Με εξαίρεση τις κερδοφόρες εξαγωγικές επιχειρήσεις (οι οποίες είχαν και τα μέσα και τα κατάλληλα κίνητρα να εξυπηρετούν το χρέος τους και η επιβολή εφαρμογής των όρων των δανειακών τους συμβάσεων δε βασιζόταν τόσο στο νομικό σύστημα της χώρας), οι περισσότεροι δανειολήπτες δεν ήταν σε θέση να εγγυηθούν την ομαλή εξυπηρέτηση των δανείων τους. Δεύτερον, η ανοχή που επέδειξαν οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές απέναντι στις προβληματικές τράπεζες, δεν μπορούσε πλέον να «κουκουλώσει» την αφερεγγυότητά τους. Οι προβληματικές τράπεζες υπέστησαν μαζικές αποσύρσεις καταθέσεων, παρά το πρόγραμμα πλήρους εγγύησης που ήταν σε εφαρμογή. Το γεγονός αυτό, καταδεικνύει το μέγεθος του κόστους που επέφεραν οι απώλειες στον τραπεζικό κλάδο στους φορολογούμενους, το οποίο έθεσε υπό αμφισβήτηση τη δυνατότητα της Κυβέρνησης για αποτελεσματική διαχείριση της χρηματοπιστωτικής κρίσης.

Ενδεικτικά αναφέρουμε τη διαφορά στα επιτόκια καταθέσεων μεταξύ της Bank Serfin (της πλέον αδύναμης εκ των μεγάλων εγχώριων τραπεζών) και της ισχυρότερης όλων Banamex, ένα χρόνο μετά την εκτόνωση της κρίσης της τεκίλα το 1996. Το μέσο συνολικό κόστος χρηματοδότησης (ενν. επιτόκιο καταθέσεων) ανήλθε στο 17,37% για την Banamex και στο 28,93% για την Bank Serfin. Όπως συμβαίνει συχνά στις αναδυόμενες αγορές, ακόμη και υπό την παροχή κάποιας μορφής εγγυήσεων εκ μέρους της Κυβέρνησης, ο κίνδυνος ότι οι εγγυήσεις αυτές δεν επαρκούν για να καλύψουν πλήρως ενδεχόμενες μεγάλες ζημίες των τραπεζών, πιέζει προς τα πάνω το ασφάλιστρο κινδύνου αθέτησης (default risk premium). Επιπλέον, ένα μέρος της διαφοράς στο κόστος χρηματοδότησης μπορεί να εξηγηθεί και από το γεγονός ότι οι εταιρικοί πελάτες (που τηρούν το μεγαλύτερο μέρος των καταθέσεων όψεως στην εκάστοτε τράπεζα) επιλέγουν να συνεργάζονται με φερέγγυες τράπεζες που είναι σε θέση να ανταπεξέλθουν σε μία γενικευμένη χρηματοπιστωτική κρίση. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι καταθέσεις όψεως αντιπροσώπευαν μόλις το 12% των συνολικών πηγών χρηματοδότησης για την Serfin, ενώ για την Banamex συνιστούσαν το 24% των



συνολικών πόρων χρηματοδότησης. Η Bancomer, που ήταν σε δυσμενέστερη θέση από τη Banamex αλλά σε πολύ καλύτερη από την Serfin, είχε επιτόκιο καταθέσεων 21,89%, ενώ οι καταθέσεις όψεων αντιπροσώπευαν το 21% της συνολικής της χρηματοδότησης (Calomiris 1998).

Μετά την κρίση της τεκίλα, η παροχή πιστώσεων από τις εγχώριες τράπεζες παρέμεινε υποτονική, κυρίως λόγω της δεινής χρηματοοικονομικής θέσης των δανειοληπτών και την έλλειψη επαρκών κινήτρων σε αυτούς για την αποπληρωμή χρέους. Οι τράπεζες με σχετικά καλή κεφαλαιακή βάση (όπως η Banamex και λιγότερο η Bancomer) επικεντρώθηκαν στην επέκταση του δικτύου καταστημάτων τους, ώστε να προσελκύσουν νέες καταθέσεις με χαμηλό επιτόκιο, και στην επένδυση των εσόδων από τη δραστηριότητά τους σε κρατικά χρεόγραφα. Από το 1995 έως το 1996, τα υποκαταστήματα της Banamex αυξήθηκαν από 716 σε 912 και αντίστοιχα της Bancomer από 885 σε 1.260. Από την άλλη, η Serfin ενίσχυσε το δίκτυο καταστημάτων της ελαφρά κατά 14 νέα καταστήματα (από 564 σε 578). Την ίδια πορεία ακολούθησε και η αύξηση του ενεργητικού: η Banamex αύξησε το ενεργητικό της κατά 23% κατά το έτος 1996, η Bancomer κατά 17% και η Serfin κατά 12%.

Προκαλεί ενδιαφέρον το γεγονός, ότι παρά τις περιορισμένες δυνατότητες για επέκταση της χορήγησης νέων πιστώσεων, η περίοδος μετά το 1995 χαρακτηρίστηκε από μεγάλη διείσδυση ξένων τραπεζικών ομίλων στο Μεξικό, η οποία όμως δεν έλαβε χώρα αμέσως μετά την κρίση της τεκίλα. Εν μέσω της κρίσης, δύο μόνο ξένες τράπεζες άνοιξαν υποκαταστήματα στο Μεξικό, η Citibank και η Santander, ενώ εκ των δύο, μόνο η Citibank προχώρησε σε σημαντική χορήγηση νέων δανείων. Αυτό οφείλεται στην εξαίρεσή της από την γενική απαγόρευση στους ξένους τραπεζικούς ομίλους να ελέγχουν εγχώριες τράπεζες, κυρίως λόγω της μακροχρόνιας παρουσίας της στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα ήδη από τη δεκαετία του 1920. Εντούτοις, η Citibank αντιπροσώπευε μικρό μερίδιο της αγοράς, με συνολικά 6 υποκαταστήματα στην Πόλη του Μεξικό και λιγότερο από 1% του συνόλου των χορηγήσεων. Η καθιέρωση της NAFTA (North American Free Trade Agreement – Ζώνη Ελεύθερων Εμπορικών Συναλλαγών ΗΠΑ – Καναδά – Μεξικό) το 1994, οδήγησε σε μία διαδικασία σταδιακής άρσης των περιορισμών στην είσοδο ξένων τραπεζών στο Μεξικό. Υπό το καθεστώς



της NAFTA, καμία τράπεζα των ΗΠΑ ή του Καναδά δεν μπορούσε να κατέχει μερίδιο άνω του 1,5% της εγχώριας τραπεζικής αγοράς έως και το 1999, ενώ το συνολικό μερίδιο των ξένων τραπεζών δεν μπορούσε να υπερβαίνει το 8% του συνόλου της αγοράς το 1994, ποσοστό το οποίο θεσπίστηκε στο 15% το 1999. Κατά το έτος 2000, τόσο τα μεμονωμένα όσο και τα συνολικά όρια καταργήθηκαν, με μόνο περιορισμό ότι κάθε ξένη τράπεζα δεν μπορεί να αποκτά μερίδιο αγοράς άνω του 4% κατ' έτος μέσω εξαγορών εγχώριων τραπεζών. Όσον αφορά τα ξένα τραπεζικά ιδρύματα που δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της NAFTA (ξένες τράπεζες εκτός ΗΠΑ και Καναδά), απαγορευόταν σε αυτά να αποκτούν μερίδιο άνω του 30% του συνολικού μετοχικού κεφαλαίου σε οποιοδήποτε εγχώριο χρηματοπιστωτικό όμιλο ή εγχώρια εμπορική τράπεζα. Ουσιαστικά, οι περιορισμοί αυτοί απέκλειαν μέχρι και το 1994 την εξαγορά κάποιων από τις εγχώριες τράπεζες από ξένο τραπεζικό όμιλο.

Η κρίση δημιούργησε τεράστιες ευκαιρίες ανάπτυξης για τις δύο ξένες τράπεζες που είχαν ήδη δραστηριοποιηθεί στη χώρα, Citibank και Santander. Η μητρική Santander του Πουέρτο Ρίκο, η οποία στα πλαίσια ειδικής συμφωνίας λειτουργούσε ήδη επτά υποκαταστήματα στο Μεξικό, διακρατούσε στο X/F της Tesobonos (στοιχεία ενεργητικού σε δολάρια), αφού είχε λάβει ειδική άδεια πριν την κρίση να αντισταθμίζει την έκθεσή της σε δολάρια, παρά σε πέσο. Έτσι, με την υποτίμηση του εθνικού νομίσματος, η κεφαλαιακή της βάση ενισχύθηκε σημαντικά και αύξησε ραγδαία τη χορήγηση πιστώσεων σε επιχειρήσεις του βιομηχανικού κλάδου. Χάρη στην πρόσβαση που διατηρούσε σε φθηνές πηγές άντλησης κεφαλαίων και στη δυνατότητα να αντισταθμίζει την έκθεσή της στο δολάριο στο εξωτερικό, είχε την ευχέρεια να χορηγεί τριετή δάνεια σε δολάριο σε εγχώριες επιχειρήσεις πρώτης κλάσης, την ίδια περίοδο που οι εγχώριες τράπεζες αδυνατούσαν να παράσχουν νέες χορηγήσεις με τόσο ανταγωνιστικούς όρους.

Όσον αφορά την Citicorp, είχε αναπτύξει προ κρίσης μία επιθετική στρατηγική επέκτασης των δραστηριοτήτων της στην αγορά του Μεξικό. Στο πελατολόγιο της Citicorp, συγκαταλέγονταν ήδη πολλές κορυφαίες εγχώριες επιχειρήσεις, μεταξύ των οποίων η Cemex (η μεγαλύτερη εταιρεία του Μεξικό και η τέταρτη μεγαλύτερη εταιρεία τιμμεντοποιίας στον κόσμο). Όπως και η Santander, έτσι και η Citicorp επωφελήθηκε



από τη γενική αδυναμία των εγχώριων τραπεζών μετά την κρίση, ιδίως στους τομείς των χορηγήσεων δανείων σε δολάριο σε μεγάλους εταιρικούς πελάτες και παροχής υπηρεσιών διεθνών συναλλαγών. Η Citicorp σημείωσε αύξηση του παθητικού της κατά 250% σε διάστημα έξι μηνών της κρίσης.

Τα πλεονεκτήματα που επέφερε τόσο στην Κυβέρνηση του Μεξικό όσο και στον εγχώριο επιχειρηματικό κλάδο η παρουσία των δύο αυτών τραπεζών ενθάρρυναν την περαιτέρω χαλάρωση των περιορισμών στην είσοδο ξένων χρηματοπιστωτικών ομίλων. Το 1996, μετά από πολλούς μήνες διαπραγματεύσεων και διεξαγωγής due diligence, επετράπη στην Santander να εξαγοράσει το πλειοψηφικό πακέτο μετοχών (75%) της GFInver (Grupo Financiero Invermexico). Αυτή η πρώτη εξαγορά άνοιξε το δρόμο για τη διείσδυση και άλλων διεθνών ομίλων στο τραπεζικό σύστημα της χώρας. Κατά το ίδιο έτος, επετράπη στην Scotiabank, η οποία από το 1993 είχε ήδη εξαγοράσει το 8,5% των μετοχών της Inverlat, να αποκτήσει ελέγχουσα συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο της τράπεζας. Ακόμη, το 1995 επετράπη στην BBVA να εξαγοράσει την Banco Mercantil Probursa και το επόμενο έτος τις Banca Cremi και Banco Oriente.

Το 1997, η αλλαγή του πολιτικού σκηνικού και οι εξακριβωμένες καθυστερήσεις στην εκποίηση των προβληματικών περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών από τη FOBARPOA, κατέστησαν επιτακτική την ανάγκη για αλλαγή της στρατηγικής εξυγίανσης του χρηματοπιστωτικού τομέα. Έτσι, το 1998 το Κογκρέσο ενέκρινε την ξένη κυριότητα επί εγχώριων τραπεζών έως και κατά 100%. Σε απόρροια των εξελίξεων, η Citibank εξαγόρασε την κρατική Banca Confia στο αντίτιμο των 195 εκατομμυρίων δολαρίων. Μετά από παρουσία περίπου 4 ετών, τα ξένα τραπεζικά ιδρύματα αύξησαν αξιοσημείωτα την συμμετοχή τους στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Στα τέλη του 1998, διακρατούσαν το 11,1% του συνόλου των καταναλωτικών δανείων, το 6,4% των στεγαστικών και το 19,7% των εμπορικών δανείων (Dages, Goldberg & Kinney 2000). Σε όρους χορήγησης πιστώσεων, τα ξένα τραπεζικά ιδρύματα ακολούθησαν παρόμοια στρατηγική με τα υγιή εγχώρια, διατηρώντας όμως το πλεονέκτημα της πρόσβασης σε νέα κεφάλαια.

Το 2000, οι ρυθμιστικές αρχές του Μεξικό ήρθαν αντιμέτωπες με μία μεγάλη



πρόκληση. Την εξαγγελία εξαγοράς της Bancomer από την BBVA ακολούθησε η ανταγωνιστική προσφορά της εγχώριας Banamex. Μία ενδεχόμενη συνένωση των δύο εγχώριων τραπεζών θα δημιουργούσε την μεγαλύτερη και πρώτη σε πελατολόγιο τράπεζα της χώρας. Η προσφορά της BBVA από την άλλη, υπερτερούσε από πλευράς αποδοτικότητας, ανταγωνισμού και πρόσβασης σε νέα κεφάλαια. Τελικά, οι ρυθμιστικές αρχές και η Κυβέρνηση υπερψήφισαν τη συμφωνία BBVA – Bancomer και η BBVA αποτέλεσε την ξένη τράπεζα με την ισχυρότερη παρουσία στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα.

Η απόφαση αυτή εκτόνωσε τις πιέσεις που δεχόταν η Κυβέρνηση στα πλαίσια εφαρμογής του προγράμματος στήριξης των εγχώριων τραπεζών. Η άφιξη ξένων τραπεζικών ομίλων στο εγχώριο σύστημα δημιούργησε καλό προηγούμενο, ενθαρρύνοντας την είσοδο νέων παικτών και συμβάλλοντας στην ενίσχυση του ρυθμιστικού πλαισίου. Το κύμα εξαγορών συνεχίστηκε. Το 2000 η Santander εξαγόρασε την Serfin και ένα χρόνο αργότερα η Citibank εξαγόρασε τη Banamex. Το 2002 η HSBC εξαγόρασε όλο το πακέτο μετοχών της Bital, συμπεριλαμβανομένων και των μεριδίων που κατείχαν προηγουμένως οι ING και Santander, εισφέροντας 800 εκατομμύρια δολάρια στα ίδια κεφάλαια της τράπεζας.

Εντούτοις, παρά τη συμβολή των ξένων τραπεζικών ομίλων στο μετασχηματισμό και την ανακεφαλαιοποίηση του εγχώριου τραπεζικού συστήματος, η χορήγηση πιστώσεων ανέκαμψε με αργούς ρυθμούς, κυρίως λόγω του προβλήματος της μη εξυπηρέτησης δανείων, το οποίο είχε βαθύτερες ρίζες στα κενά του πτωχευτικού κώδικα και της προστασίας των πιστωτών, καθώς και στην ανεπαρκή λειτουργία του δικαστικού συστήματος. Η Κυβέρνηση του Μεξικό προχώρησε το 1999 με γενναίες μεταρρυθμίσεις στην πλήρη αναμόρφωση του πτωχευτικού δικαίου, του κώδικα δικονομίας και των διατάξεων περί εμπράγματων εγγυήσεων (collateralization). Παρόλα αυτά, οι μεταρρυθμίσεις δέχθηκαν αμφισβήτηση και οι κίνδυνοι στο νομικό σύστημα δεν απομακρύνθηκαν πλήρως.

6.6.3. Αξιολόγηση - συμπεράσματα



Τα παραδείγματα της Αργεντινής και του Μεξικό καταδεικνύουν τον δυνητικό ρόλο που διαδραματίζουν οι ξένες τράπεζες στην αναδιάρθρωση προβληματικών εγχώριων τραπεζών. Η πώληση εγχώριων τραπεζών σε ξένους επενδυτές με τη συνδρομή της Κυβέρνησης συνιστά έναν αποδοτικό -από πλευράς κόστους- τρόπο ανάκτησης της κεφαλαιακής επάρκειας της προβληματικής τράπεζας και της επανεκκίνησης της ομαλής χορήγησης πιστώσεων. Η πρόσβαση των ξένων ομίλων σε νέα κεφάλαια σε συνδυασμό με την στρατηγική τους για μακρόχρονη παρουσία, ενισχύουν την ανταγωνιστικότητά τους στη χορήγηση νέων δανείων και εκτονώνει την πιστωτική κρίση που επέρχεται από την κατάρρευση των εγχώριων ιδρυμάτων. Σε αντίθεση με το παράδειγμα των ΗΠΑ της δεκαετίας του 1980 (Calomiris & Carey 1994), η παρουσία ξένων τραπεζών στην Αργεντινή και το Μεξικό υπήρξε επιτυχημένη. Αυτό πιθανότατα οφείλεται στον τρόπο με τον οποίο αφίχθησαν, κυρίως μέσω της εξαγοράς προβληματικών εγχώριων τραπεζών. Επιπλέον, παρά τις ανησυχίες περί του αντιθέτου, οι ξένες τράπεζες δεν εγκατέλειψαν την εγχώρια αγορά κατά τα έτη της κρίσης της τεκίλα. Αντιθέτως, βλέποντας στην κρίση μία ευκαιρία επέκτασης των δραστηριοτήτων τους, διπλασίασαν σχεδόν την παρουσία τους. Εντούτοις, δεν συνέβη το ίδιο αργότερα κατά την κρίση του 2001 στην Αργεντινή, όπου αρκετές ξένες τράπεζες αποχώρησαν σε απόρροια των μεγάλων ζημιών που υπέστησαν από την κρίση σε συνδυασμό με τους ελλειπείς πολιτικούς χειρισμούς αντιμετώπισής της.

Παρά τα πλεονεκτήματα από την άφιξη ξένων τραπεζικών ομίλων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα των δύο χωρών, η χορήγηση πιστώσεων στο Μεξικό ανέκαμψε με πιο αργούς ρυθμούς, κυρίως λόγω των θεσμικών προβλημάτων στην αγορά των πιστώσεων που είναι πέρα από τον έλεγχο των τραπεζών. Καθίσταται σαφές ότι η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών προϋποθέτει συγχρόνως την εξυγίανση των δανειοληπτών και την δια νόμου εξασφάλιση των δικαιωμάτων των πιστωτών, προκειμένου να συμβάλλει αποτελεσματικά στην αναθέρμανση της χορήγησης πιστώσεων.

Όπως προκύπτει από τα παραδείγματα της Αργεντινής και του Μεξικό, η είσοδος ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα ενθάρρυνε και την αναμόρφωση του



ρυθμιστικού πλαισίου των χωρών αυτών με δύο τρόπους: Άμεσα, μέσω της ανταγωνιστικής πίεσης που επέβαλαν στις υπόλοιπες τράπεζες σε απόρροια του πλαισίου αρχών και λειτουργίας που ακολουθούσαν και έμμεσα, με την πίεση που άσκησαν στις αρμόδιες αρχές για την ενίσχυση του ρυθμιστικού και εποπτικού πλαισίου και την προώθηση του ανταγωνισμού προς επίλυση των προβλημάτων του χρηματοπιστωτικού συστήματος. Εν γένει, η παρουσία ξένων τραπεζών αποδεδειγμένα ενθαρρύνει την επιβολή και στις εγχώριες τράπεζες ενιαίου κανονισμού λειτουργίας.

6.7. Ζ' Μηχανισμός

Ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών με τη συνδρομή του κράτους

Στόχος του μέτρου είναι η ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, ενώ η αναδιάρθρωση του επιχειρηματικού κλάδου αφήνεται στην αγορά. Η αναδιάρθρωση του τραπεζικού κλάδου επιτυγχάνεται είτε μέσω της Κυβέρνησης είτε μέσω της αγοράς, αναλόγως της φύσης της κυβερνητικής παρέμβασης. Στην παρούσα ανάλυση, εξετάζονται τα προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης τραπεζών των ΗΠΑ που ξεκίνησε τον Μάρτιο του 1933 (Reconstruction Finance Corporation – RFC), της Ιαπωνίας το 1998 και της Ταϊλάνδης τον Οκτώβριο του 1997.

6.7.1. ΗΠΑ – RECONSTRUCTION FINANCE CORPORATION (RFC)

Αδιαμφισβήτητα, η Μεγάλη Ύφεση (Great Depression) εξακολουθεί να αποτελεί τη μεγαλύτερη σε βάθος και χρονική έκταση χρηματοπιστωτική κρίση στην ιστορία των ΗΠΑ, τουλάχιστον από τη δεκαετία του 1830 και εξής. Η κατάρρευση πολλών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, σε συνδυασμό με τη μαζική απόσυρση καταθέσεων από το τραπεζικό σύστημα και τον περιορισμό της χορήγησης δανείων επέφερε μεγάλη συρρίκνωση του ΑΕΠ και επιβράδυνση της οικονομίας.

Αν και τα ποσοστά πτώχευσης τραπεζικών ιδρυμάτων κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης υπήρξαν χαμηλότερα σε σύγκριση με τα ποσοστά default που συναντάμε σε ανάλογα πρόσφατα χρηματοπιστωτικά επεισόδια στις αναδυόμενες οικονομίες, η τραπεζική κρίση της περιόδου επέφερε σημαντικές και παρατεταμένες



επιπτώσεις στην προσφορά πιστώσεων. Οι τράπεζες με χαμηλότερη κεφαλαιοποίηση και στοιχεία ενεργητικού υψηλότερου ρίσκου είναι αυτές που υπέστησαν τις μεγαλύτερες ζημιές από τη μαζική απόσυρση καταθέσεων. Επιδεικνύοντας πειθαρχία απέναντι στους νόμους της αγοράς, οι τράπεζες περιόρισαν σημαντικά την χορήγηση νέων δανείων, προτού εξαναγκαστούν να κηρύξουν πτώχευση, γεγονός το οποίο ενισχύθηκε και από το σχετικά περιορισμένο δίκτυο προστασίας που προσέφερε η Κυβέρνηση στις τράπεζες την περίοδο εκείνη. Το πρόγραμμα στήριξης των τραπεζών που εφήρμοσε η Κυβέρνηση περιελάμβανε δανεισμό από την ομοσπονδιακή Τράπεζα, δάνεια και αργότερα κρατική συμμετοχή (μέσω της RFC) στις AMΚ των προβληματικών τραπεζών με την έκδοση προνομιούχων μετοχών και πρόγραμμα εγγύησης των μικρών καταθέσεων.

Παρόλο που καθόλη τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης υπήρχε πειθαρχία στην αγορά και ανοχή απέναντι στις αφερέγγυες τράπεζες, στις οποίες επιτρεπόταν να κηρύσσουν πτώχευση, η απομάκρυνση προβληματικών στοιχείων ενεργητικού από τον ισολογισμό τους δεν επιτάχυνε συγχρόνως τη διαδικασία αναδιάρθρωσης των δανειοληπτών. Τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια δεν ρευστοποιούνταν άμεσα και η συσσώρευσή τους επιβράδυνε τη διαδικασία επίλυσης της κρίσης. Οι επιπτώσεις από την συσσώρευση των καθυστερούμενων δανείων αναλύονται από τους Anari, Kolaric και Mason (2002), οι οποίοι καταλήγουν ότι ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων συνιστά την καλύτερη μεταβλητή επεξήγησης και πρόβλεψης μίας χρηματοπιστωτικής κρίσης και των συνεπειών της στην οικονομική δραστηριότητα και το ΑΕΠ. Η ανάλυσή τους καταδεικνύει ότι η κατάρρευση συστημικά σημαντικών τραπεζών συνεπάγεται υψηλό κοινωνικό κόστος, όχι μόνο εξαιτίας του περιορισμού των χορηγούμενων πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία από τις τράπεζες που έχουν υποστεί μεγάλες κεφαλαιακές απώλειες, αλλά και λόγω των επιπτώσεων που επιφέρει η μαζική εκποίηση περιουσιακών στοιχείων των προβληματικών τραπεζών στις αγοραίες τιμές των στοιχείων αυτών και κατ' επέκταση στις δυνατότητες εκποίησης τους από τους ιδιώτες, καθώς και λόγω της αύξησης του ασφαλίστρου ρευστότητας στην αγορά ακινήτων. Συνεπώς, αναδεικνύεται η θετική συμβολή που μπορεί να έχει στη ρευστότητα των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού των τραπεζών, η παροχή στήριξης στο τραπεζικό σύστημα εκ μέρους του Κράτους και, εν γένει, η εφαρμογή



αντικυκλικής μακροοικονομικής πολιτικής, κατά τη διάρκεια μίας παρατεταμένης ύφεσης. Πράγματι, βασική επιδίωξη της RFC υπήρξε η ενίσχυση των αδύναμων τραπεζών, προκειμένου να αποφευχθεί ο κίνδυνος default, να διασφαλιστεί η ομαλή προσφορά νέων πιστώσεων και να περιοριστεί η συμπίεση στις τιμές των περιουσιακών στοιχείων λόγω της εκποίησης των προβληματικών στοιχείων των τραπεζών.

Αρχικά, η RFC ακολούθησε τους ίδιους συντηρητικούς κανόνες χορήγησης δανείων, όπως και η Fed. Μετά όμως από την αποπομπή του Προέδρου της τον Ιούλιο του 1932, προχώρησε σε χαλάρωση των διατάξεών της περί εμπράγματων εγγυήσεων και αύξησε την προσφορά δανείων προς άλλες τράπεζες και επιχειρήσεις. Το Μάρτιο του 1933 έθεσε σε εφαρμογή ένα πρόγραμμα στήριξης των Τραπεζών, βασιζόμενο στην αγορά από την RFC προνομιούχων μετοχών των προβληματικών τραπεζών.

Το πρόγραμμα αυτό εφαρμόστηκε σε αντικατάσταση του προγράμματος χορήγησης ενυπόθηκων δανείων (secured loans) προς τις τράπεζες, που δεν αποδείχθηκε και τόσο αποτελεσματικό στη σταθεροποίηση των αδύναμων τραπεζών (James 1938). Πράγματι, τα δάνεια με εμπράγματα εγγυήσεις εγείρουν ανώτερη απαίτηση επί των στοιχείων ενεργητικού της Τράπεζας σε σχέση με τις καταθέσεις και κατά συνέπεια αυξάνουν τον κίνδυνο default της τράπεζας από την σκοπιά των μικρών καταθετών. Όπως ενδεικτικά αναφέρει ο Olson (1977), οι υψηλές απαιτήσεις για εμπράγματα εξασφαλίσεις κατά τη χορήγηση δανείων από την RFC σε τράπεζες, τις ανάγκασαν να δεσμεύσουν τα πλέον ρευστοποιήσιμα στοιχεία τους ως εγγύηση των ληφθέντων από την RFC δανείων. Για παράδειγμα, τον Απρίλιο του 1932, η RFC χορήγησε στην Reno National Bank δάνειο άνω του 1,1 εκατομμυρίου δολαρίων, λαμβάνοντας ως εχέγγυο αξιόγραφα του Χ/Φ ενεργητικού της αξίας άνω των 3 εκατομμυρίων δολαρίων, γεγονός που της δημιούργησε προβλήματα στην προσέλκυση νέων καταθέσεων προς κάλυψη μελλοντικών αναγκών χρηματοδότησής της. Η χορήγηση δανείων από την RFC ουσιαστικά βοήθησε μόνο ορισμένες υγιείς επιχειρήσεις για την κάλυψη τυχόν προσωρινών αναγκών ρευστότητάς που αντιμετώπιζαν. Δεν συνιστά σε καμία περίπτωση μέσο περιορισμού του κινδύνου default μίας τράπεζας με κεφαλαιακή στενότητα.



Από την άλλη, οι προνομιούχες μετοχές εγείρουν χαμηλότερη αξίωση επί των στοιχείων ενεργητικού της τράπεζας σε σχέση με τις καταθέσεις (εννοεί στη σειρά προτεραιότητας των πιστωτών) και κατά συνέπεια μειώνουν τον κίνδυνο default της τράπεζας από την σκοπιά των καταθετών, προασπίζοντας τις αδύναμες τράπεζες απέναντι στον κίνδυνο απόσυρσης καταθέσεων. Στα πλαίσια του προγράμματος αγοράς προνομιούχων μετοχών, η RFC είχε προβεί έως και τον Μάρτιο του 1934 στην αγορά προνομιούχων μετοχών των μισών σχεδόν εμπορικών τραπεζών των ΗΠΑ. Τον Ιούνιο του 1935, η RFC συμμετείχε στο συνολικό μετοχικό κεφάλαιο του τραπεζικού συστήματος σε ποσοστό άνω του 34% (Olson 1988).

Οι Mason (1996, 2001) και Calomiris & Mason (2003a) προχώρησαν σε συγκριτική μελέτη της αγοράς προνομιούχων μετοχών προβληματικών τραπεζικών ιδρυμάτων από την RFC έναντι της χορήγησης ενυπόθηκων δανείων ως προς την αποτελεσματικότητά τους στην ενίσχυση των αδύναμων τραπεζών και κατέληξαν ότι το πρώτο μέτρο οδηγεί στη μείωση της πιθανότητας default του τραπεζικού ιδρύματος, ενώ το δεύτερο σε αύξηση της πιθανότητας default. Παρόλο που τα διαθέσιμα στοιχεία καταδεικνύουν την αποτελεσματικότητα των προγραμμάτων ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών με την αγορά προνομιούχων μετοχών από το Κράτος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η επιτυχία του προγράμματος στην προκειμένη περίπτωση οφείλεται στην εξισορρόπηση μεταξύ συντηρητικής και φιλελεύθερης προσέγγισης στην παροχή της κρατικής ενίσχυσης. Η RFC παρείχε κεφάλαια στις «μέσες» τράπεζες, αποφεύγοντας την διοχέτευση κρατικών πόρων είτε σε πολύ προβληματικές τράπεζες, των οποίων η διάσωση θεωρείτο σχεδόν αδύνατη, είτε σε τράπεζες με χαμηλή πιθανότητα default. Επιπλέον, οι όροι του προγράμματος ανακεφαλαιοποίησης με την αγορά προνομιούχων μετοχών από την RFC, περιόριζαν τη μεταφορά μεγάλου μέρους του κινδύνου της τράπεζας στην RFC, δημιουργώντας έτσι κίνητρα στη Διοίκηση της τράπεζας για αποφυγή ανάληψης υψηλού ρίσκου. Συνεπώς, στα πλαίσια του προγράμματος, τα τραπεζικά ιδρύματα που είχαν υποστεί κεφαλαιακές απώλειες (όχι όμως αυτά με υψηλό βαθμό αφερεγγυότητας) απολάμβαναν περιορισμένη προστασία έναντι των όρων που επέβαλε η αγορά (market discipline), με την παροχή κρατικής ενίσχυσης, υπό τον όρο ότι δεν θα προβούν σε κακοδιαχείριση των εισφερόμενων



κεφαλαίων, μεταφέροντας υψηλό κίνδυνο από τη δραστηριότητά τους στην Κυβέρνηση.

Σε αυτό το σημείο τίθεται το ερώτημα πως οι όροι που επέβαλε η RFC διασφάλισαν αυτή τη «χρυσή τομή» στον ελεγχόμενο κίνδυνο. Αυτό μπορεί να αποδοθεί στην με μέτρο κεφαλαιακή ενίσχυση των τραπεζών και στην επιλεκτική διάθεση των κρατικών πόρων. Η RFC επέβαλε στις τράπεζες να υποβάλλουν υποχρεωτικά σε αυτή τα αποτελέσματα των ελέγχων από τις ρυθμιστικές αρχές και εν συνεχεία απέκλειε από το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης όσες έκρινε σε μεγάλο βαθμό αφερέγγυες. Επιπλέον, τα μερίσματα από τις προνομιούχες μετοχές που αγόραζε η RFC κινούνταν τυπικά σε τιμές χαμηλότερες από την αγοραία τους αξία (σε ποσοστό χαμηλότερο του 1%) και υψηλότερες από τα επιτόκια χορηγήσεων των βραχυπρόθεσμων επιχειρηματικών δανείων, γεγονός που επίσης καταμαρτυρεί την επιλεκτική βάση της παροχής κρατικής ενίσχυσης. Ακόμη, η RFC απολάμβανε χρηματοοικονομική αυτοτέλεια, με αποτέλεσμα ο CEO να επιδιώκει την κερδοφορία της σε όρους ταμειακών ροών και ως εκ τούτου να θέτει περιορισμούς στη ροή κεφαλαίων προς τις υποβοηθούμενες τράπεζες.

Επιπλέον, η πληθώρα των περιοριστικών όρων που είχαν τεθεί, προκειμένου μία τράπεζα να επιλεγεί για ανακεφαλαιοποίηση, διασφάλιζε την χρηστή διαχείριση των κρατικών κεφαλαίων από τη Διοίκηση των υποβοηθούμενων τραπεζών, κατά τρόπο ώστε ο κίνδυνος default να διατηρείται σε χαμηλά επίπεδα. Πρωταρχικός στόχος του προγράμματος ανακεφαλαιοποίησης από την RFC υπήρξε η προστασία της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, αποφεύγοντας όμως την ενθάρρυνση όσων τραπεζών είχαν υποστεί μεγάλες κεφαλαιακές απώλειες να επεκτείνουν απερίσκεπτα τον κίνδυνο του Χ/Φ τους. Πράγματι, η RFC επέβαλε με σχετική δυσκολία στις τράπεζες όρους που περιόριζαν την ανάληψη κινδύνου τόσο αποτελεσματικά, όσο η αποφυγή του κινδύνου απόσυρσης καταθέσεων λόγω εμπλοκής σε δραστηριότητες υψηλού ρίσκου. Στους σχετικούς όρους συγκαταλέγονται η προτεραιότητα της RFC στην αποκοπή μερισμάτων, έναντι όλων των υπολοίπων μερισματούχων και τα δικαιώματα ψήφου που απολάμβανε η RFC και ουσιαστικά της επέτρεπαν να καθοδηγεί τις υποβοηθούμενες τράπεζες προς την ανάληψη δραστηριοτήτων που βελτιώνουν τους δείκτες φερεγγυότητας και κερδοφορίας και περιορίζουν το υπερβολικό ρίσκο. Σε



πολλές περιπτώσεις, η RFC χρησιμοποίησε τα δικαιώματα ελέγχου επί των υποβοηθούμενων τραπεζών, ώστε να απομακρύνει ακατάλληλους υπαλλήλους και να τροποποιήσει τις επιχειρηματικές πρακτικές (Calomiris & Mason, 2003a).

Η RFC διαφύλαξε την προτεραιότητά της επί των κερδών των τραπεζών, θέτοντας ένα μέγιστο όριο στις πληρωμές μερισμάτων στους κατόχους κοινών μετοχών, ενώ το υπόλοιπο κερδών εισφερόταν σε ένα συνταξιοδοτικό ταμείο (retirement fund) προνομιούχων μετοχών. Ορισμένες επιχειρήσεις απέφυγαν να συμμετάσχουν στα προγράμματα αγοράς προνομιούχων μετοχών της RFC, προκειμένου να μην θέσουν εαυτούς υπό τον έλεγχό της.

Τέλος, παρόλο που σημειώθηκαν πολυάριθμες απόπειρες πολιτικών παρεμβάσεων στη λειτουργία της RFC, τόσο η διάρθρωση του προϋπολογισμού της όσο και η αποκεντρωμένη δομή της και η ανεξαρτησία στη λήψη αποφάσεων την προστάτευσαν απέναντι σε κάθε προσπάθεια χειραγώγησης από την πολιτική ηγεσία. Τα περιφερειακά γραφεία της, αν και είχαν αυτονομία στις διαδικασίες αποτίμησης των εμπράγματων εγγυήσεων επί των δανείων και τη λήψη άλλων αποφάσεων, ήταν υπόλογα στην Κεντρική Διεύθυνση της RFC για τυχόν λάθη ή παραλήψεις που επηρέαζαν αρνητικά την κερδοφορία της (Delaney 1954).

Η αποκοπή μερισμάτων στον τραπεζικό κλάδο σημείωσε μεγάλη πτώση κατά τα έτη 1929 έως 1934. Στο ερώτημα κατά πόσο αυτό οφείλεται στο πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών από την RFC με την έκδοση προνομιούχων μετοχών, οι Calomiris & Mason (2003a) σημειώνουν ότι, στα πλαίσια του προγράμματος, οι υποβοηθούμενες τράπεζες βελτίωσαν τους δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας και πράγματι μείωσαν τη διάθεση κερδών στους μετόχους (κατόχους κοινών μετοχών) με την πληρωμή μερισμάτων.

Το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης που εφαρμόστηκε στις ΗΠΑ από την RFC ουσιαστικά βοήθησε τις αδύναμες τράπεζες στην ομαλή διαδικασία προσαρμογής της επιχειρηματικής τους δραστηριότητας προκειμένου να μειωθεί ο κίνδυνος default. Οι τράπεζες που συμμετείχαν στο πρόγραμμα, θωρακίστηκαν απέναντι στον κίνδυνο της



ξαφνικής απόσυρσης καταθέσεων, αλλά η λειτουργία τους τέθηκε υπό την εποπτεία της RFC, με την υποχρέωση να θεσπίσουν αξιόπιστα μοντέλα διαχείρισης κινδύνου και διαδικασίες συσσώρευσης κεφαλαίου.

Η τραπεζική κρίση στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια της Μεγάλης Ύφεσης αποτελεί ένα χρήσιμο ιστορικό παράδειγμα που υποδεικνύει την ενδεδωμένη πολιτική που είναι σε θέση να εξισορροπήσει την αναγκαιότητα για στήριξη του τραπεζικού συστήματος και την ανάγκη διατήρησης της υποχρεωτικής πειθαρχίας των τραπεζών απέναντι στους νόμους της αγοράς. Οι Αρχές των ΗΠΑ κατάφεραν να μετριάσουν τις κεφαλαιακές απώλειες των τραπεζών και τις σχετικές επιπτώσεις στην προσφορά πιστώσεων, ενώ συγχρόνως διατήρησαν σε ισχύ τις δυνάμεις της αγοράς που εξακολουθούσαν να επιβραβεύουν τις τράπεζες με συνετή διαχείριση.

6.7.2 Πρόγραμμα Ανακεφαλαιοποίησης Τραπεζών στην Ιαπωνία

Όταν στις αρχές του 1998 είχε πλέον καταστεί σαφές ότι το πρόγραμμα αναγνώρισης των ζημιών στο δανειακό Χ/Φ των τραπεζών (διαγραφή των μη εξυπηρετούμενων δανείων) με την παροχή φορολογικών κινήτρων απέτυχε να επιτευχθεί ο στόχος της ορθολογικής διάθεσης των μη εξυπηρετούμενων δανείων (βλέπε παράγραφο Β της παρούσης) και η χρηματοοικονομική θέση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων είχε επιδεινωθεί σημαντικά, η Κυβέρνηση αποφάσισε να παράσχει άμεση στήριξη στις προβληματικές τράπεζες με τη μορφή αγοράς από αυτές μη εξυπηρετούμενων και/ή επισφαλών δανείων και αργότερα με τη συμμετοχή στην ΑΜΚ με την έκδοση προνομιούχων μετοχών (έως και τα τέλη του 1997, η Κυβέρνηση είχε επιμείνει στη «διατραπεζική στήριξη», όπου οι πλέον ισχυρές τράπεζες είχαν κληθεί να στηρίξουν τις πιο αδύναμες, με την παροχή στις πρώτες φορολογικών κινήτρων). Η Κυβέρνηση προχώρησε με δύο ισχυρές ενέσεις ρευστότητας προς τις Τράπεζες το Μάρτιο του 1998 και το Μάρτιο του 1999, της τάξεως των ¥ 1,726 δις και ¥ 7,459 δις αντίστοιχα (Calomiris & Mason, 2003a).

Ενώ το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης επέφερε το αναμενόμενο αποτέλεσμα στην ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών της χώρας, απέτυχε να θέσει τις



βάσεις για συνετή διαχείριση των κρατικών κονδυλίων στο μέλλον, καθώς δεν έκανε διαχωρισμό ως προς την ποιότητα των υποβοηθούμενων τραπεζών, την επιχειρησιακή στρατηγική και την πολιτική διαχείρισης κινδύνων που ακολουθούσαν. Σε αντίθεση με το προηγούμενο παράδειγμα της RFC στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 1930, στο Ιαπωνικό μοντέλο σχεδόν κάθε τράπεζα ανεξαρτήτως μεγέθους έλαβε κεφαλαιακή ενίσχυση με τη συμμετοχή του Κράτους στην ΑΜΚ με την έκδοση προνομιούχων μετοχών. Η Κυβέρνηση δεν εφήρμοσε το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης σε επιλεκτική βάση, ούτε στόχευσε στην προσέλκυση ιδιωτών επενδυτών κατά τη διαδικασία ανακεφαλαιοποίησης. Ακόμη, σε αντίθεση με την RFC, δεν επέβαλε κανέναν περιοριστικό όρο στην διάθεση κερδών από των υποβοηθούμενων τραπεζών με τη μορφή μερισμάτων στους κατόχους κοινών μετοχών. Οι Calomiris & Mason (2003a) επισημαίνουν στη μελέτη τους ότι οι σχετικά πιο αδύναμες τράπεζες της χώρας είναι αυτές που πρακτικά έλαβαν το μεγαλύτερο μέρος της κρατικής ενίσχυσης και μάλιστα κατά τα πρώτα στάδια εφαρμογής του προγράμματος ανακεφαλαιοποίησης.

Επομένως, δεν πρέπει να μας εκπλήσσει το γεγονός ότι τα αποτελέσματα του προγράμματος ανακεφαλαιοποίησης δεν διήρκησαν πολύ. Παρόλο που οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας των εγχώριων τραπεζών βελτιώθηκαν από το 6,6% το 1998 στο 10% το 2000, περί τα τέλη του 2002 η κεφαλαιακή επάρκεια των εν λόγω τραπεζικών ιδρυμάτων υπέστη πλήγμα, πέφτοντας στο 8,4% (σύμφωνα με επίσημα στοιχεία της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας, 2003). Επιπλέον, το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης δεν κατόρθωσε να συνεπικουρήσει τη διαδικασία αναδιάρθρωσης στον επιχειρηματικό κλάδο, ούτε να εξομαλύνει την κατάσταση στην προσφορά πιστώσεων. Ο δείκτης πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα σε σχέση με το ΑΕΠ χειροτέρευσε από το 203% το 1996 στο 192% το 2000 και, έτι περαιτέρω, στο 176% το 2002. Η απουσία αξιόπιστης δέσμευσης από την πλευρά της Κυβέρνησης ότι θα θέσει ένα τέλος στην αποπληθωριστική νομισματική πολιτική και θα συμμετάσχει αποδοτικά στη διαδικασία αναδιάρθρωσης τόσο του τραπεζικού όσο και του επιχειρηματικού κλάδου, δημιούργησε προϋποθέσεις για συνεχή κακοδιαχείριση των κινδύνων με μέρους των τραπεζών και χειροτέρευση του ισολογισμού τους, καθώς οι τράπεζες σκόπιμα καθυστερούσαν την εκποίηση στοιχείων του ενεργητικού τους με την ελπίδα της χορήγησης πρόσθετης κρατικής βοήθειας. Παρά το γεγονός ότι η Ιαπωνική



Κυβέρνηση περιόρισε τις ενέσεις κεφαλαίου από το 1999 και εξής, το εγχώριο τραπεζικό σύστημα δεν μπόρεσε να ανακάμψει έγκαιρα.

6.7.3 Πρόγραμμα Ανακεφαλαιοποίησης Τραπεζών στην Ταϊλάνδη

Το ιστορικό παράδειγμα της Ταϊλάνδης προσομοιάζει σε αρκετά σημεία με την περίπτωση της Ιαπωνίας, ενισχύοντας την πεποίθηση ότι η εφαρμογή προγραμμάτων αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος που βασίζονται στην αγορά τυγχάνει περιορισμένης αποτελεσματικότητας όταν το θεσμικό πλαίσιο της χώρας είναι ανεπαρκές. Πράγματι στην Ταϊλάνδη, τα στοιχεία παθητικού των εγχώριων τραπεζών ήταν εξασφαλισμένα/ εγγυημένα από το Κράτος, το ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών χαλαρό, η εποπτεία ανεπαρκής, το δικαστικό σύστημα για την επιβολή εκτέλεσης των δανειακών συμβάσεων αδύναμο και ο πτωχευτικός κώδικας ελλιπής. Αυτή η αποδεδειγμένη ανεπάρκεια του θεσμικού πλαισίου υπονόμειε κάθε προσπάθεια αποτελεσματικής αναδιάρθρωσης του τραπεζικού συστήματος.

Στην Ταϊλάνδη, τα πρώτα σημάδια της κρίσης έκαναν την εμφάνισή τους τον Ιούλιο του 1997, όταν οι αδυναμίες του χρηματοπιστωτικού τομέα, η μείωση των εξαγωγών και η αύξηση των χορηγούμενων πιστώσεων από την Κεντρική Τράπεζα προς τις αδύναμες τράπεζες οδήγησαν συνδυαστικά σε ράλι του εγχώριου νομίσματος (baht). Όπως και στην περίπτωση της Ιαπωνίας, η Κυβέρνηση της χώρας αντέδρασε αργά απέναντι στα διογκούμενα προβλήματα του χρηματοπιστωτικού τομέα. Αρχικά, έσπευσε να στηρίξει τα προβληματικά τραπεζικά ιδρύματα με ενέσεις ρευστότητας και χαλάρωση του ρυθμιστικού πλαισίου και εν συνεχεία έθεσε σε εφαρμογή ένα πρόγραμμα καθολικής εγγύησης καταθέσεων, προκειμένου να αντιμετωπίσει τις αναταραχές στον τραπεζικό τομέα και τον κίνδυνο της μαζικής απόσυρσης καταθέσεων.

Στις 14 Αυγούστου του 1998, το Υπουργείο Οικονομικών και η Κεντρική Τράπεζα της χώρας εξήγγειλαν ένα τρίπτυχο μέτρων αναδιάρθρωσης του χρηματοπιστωτικού τομέα. Αρχικά, μείωσαν περαιτέρω τις κεφαλαιακές απαιτήσεις, θέτοντας τον δείκτη Tier-1 για τα τραπεζικά ιδρύματα στο 4,25% από 6% και αυξάνοντας το Tier-2 στο 4,25% από 2,5%. Επιπλέον, η Κυβέρνηση διέθεσε το ποσό των 300 δις baht σε δύο



προγράμματα κεφαλαιακής ενίσχυσης, τα Tier-1 και Tier-2.

Οι εγχώριες εμπορικές τράπεζες ήταν επιφυλακτικές ως προς τη συμμετοχή τους στα προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης και ιδίως στο Tier-1. Στα πλαίσια εφαρμογής του, η υποβοηθούμενη τράπεζα, σε αντάλλαγμα της κρατικής ενίσχυσης, όφειλε προηγουμένως να ανταποκρίνεται στις αυστηρές διατάξεις περί αναγνώρισης των ζημιών στο δανειακό χαρτοφυλάκιο, μεταφέροντας τη σχετική ζημία στα ίδια κεφάλαια. Το πρόγραμμα λοιπόν δημιουργούσε προβλήματα διάχυσης (dilution) στο ιδιοκτησιακό καθεστώς της συμμετέχουσας τράπεζας και σε πολλές περιπτώσεις επέφερε αλλαγή στη διοίκηση. Προκειμένου να αποφύγουν τις σχετικές συνέπειες, τα μεγάλα τραπεζικά ιδρύματα στράφηκαν σε καινοτόμες πηγές χρηματοδότησης. Οι Bangkok Bank, Thai Farmers Bank, Bank of Ayudhya και Thai Military Bank κατάφεραν να αντλήσουν νέα κεφάλαια της τάξεως των 113 δις baht, με τη μορφή των CAPS (Capital Augmented Preferred Securities) και των SLIPS (Stapled Limited Interest Preferred Securities), αποφεύγοντας κατ' αυτόν τον τρόπο το dilution των παλαιών μετόχων.

Εντούτοις, αυτή η μέθοδος χρηματοδότησης απεδείχθη κοστοβόρα, καθώς αύξανε το συνολικό κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών. Ακόμη και στην περίπτωση που η τράπεζα έκλεινε τη χρήση με μηδενικό λογιστικό κέρδος και συνεπώς δεν όφειλε την πληρωμή μερισμάτων στους κατόχους προνομιούχων μετοχών και ομολογιών μειωμένης εξασφάλισης (preferred shares-cum-subordinated debentures), οι κάτοχοι των παραπάνω τίτλων απολάμβαναν απόδοση της τάξεως του 11%, 6 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από το επιτόκιο καταθέσεων της περιόδου. Αυτό, σε συνδυασμό με το κόστος από τα διογκούμενα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, όχι μόνο έθετε περιορισμούς στη δυνατότητα τακτικής αναχρηματοδότησης των τραπεζών, αλλά έθετε εμπόδια και στην αναδιάρθρωση του επιχειρηματικού κλάδου, καθώς οι τράπεζες δεν είχαν κίνητρο να διαγράψουν τα επισφαλή δάνεια προς εταιρικούς πελάτες, δυσχεραίνοντας έτσι τη διαδικασία αναδιάρθρωσης των εν λόγω εταιρειών (Παγκόσμια Τράπεζα, 2000). Το ισχύον ρυθμιστικό πλαίσιο της περιόδου ευνοούσε την αναβολή αναγνώρισης των ζημιών εκ μέρους των τραπεζών και τη μη συμμετοχή τους στο κυβερνητικό πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης, γεγονός που διόγκωσαν το πρόβλημα στενότητας ταμειακών ροών των τραπεζικών ιδρυμάτων.



Περί το 2002, ο δείκτης των μη εξυπηρετούμενων δανείων είχε ανέλθει στο 39% του συνόλου των χορηγήσεων του εγχώριου τραπεζικού συστήματος και οι τράπεζες της Ταϊλάνδης αναγκάστηκαν να αναγνωρίσουν το 16% του συνόλου του δανειακού τους Χ/Φ ως μη εξυπηρετούμενο. Επιπλέον, η προσφορά πιστώσεων προς τον ιδιωτικό τομέα συνέχισε να κινείται πτωτικά. Το 2002, οι πιστώσεις προς τον ιδιωτικό τομέα ως προς το ΑΕΠ ανέρχονταν σε ποσοστό 103%, σημαντικά μειωμένο σε σχέση με τα επίπεδα προ κρίσης.

6.7.4 Αξιολόγηση – Συμπεράσματα

Τα προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών με τη συμμετοχή του Κράτους σχεδιάζονται με απώτερους στόχους την ενίσχυση της κεφαλαιακής βάσης των τραπεζών, την αύξηση της προσφοράς πιστώσεων προς την πραγματική οικονομία και την αποφυγή εσπευσμένων ρευστοποιήσεων στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών, προς εκτόνωση της συμπίεσης των τιμών τους. Δεν αντιμετωπίζουν την ανάγκη αναγνώρισης των ζημιών από τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια, ούτε αντιμετωπίζουν απευθείας τα προβλήματα αποπληρωμής χρέους των δανειοληπτών. Ενδέχεται όμως τα προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης να διευκολύνουν τα τραπεζικά ιδρύματα, ώστε να αναγνωρίσουν τις ζημίες τους με τη διαγραφή των μη εξυπηρετούμενων δανείων, διευκολύνοντας συγχρόνως τις διαδικασίες αναδιάρθρωσης των δανειοληπτριών επιχειρήσεων. Επιπλέον, δεν παρέχουν κίνητρα στους δανειολήπτες προς εξυγίανση στο μέλλον, καθώς δεν επιβαρύνονται με το κόστος της μη αποπληρωμής. Ο βαθμός εθελοντικής συμμετοχής της εκάστοτε τράπεζας στο πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης εξαρτάται από τη δομή και τους όρους του προγράμματος και από το κατά πόσο οι μέτοχοι της τράπεζας είναι διατεθειμένοι να επιβαρυνθούν, ενώ η ανακεφαλαιοποίηση τυπικά δεν επιβαρύνει καθόλου τους δανειολήπτες.

Το βασικό πρόβλημα των προγραμμάτων ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών με τη συμμετοχή του Κράτους έγκειται στον ηθικό κίνδυνο που συνεπάγονται για τους μετόχους των υποβοηθούμενων τραπεζών, και δη στις περιπτώσεις που το ποσό της ανακεφαλαιοποίησης είναι μικρό σε σχέση με την αρνητική καθαρή αξία της τράπεζας.



Όταν το ποσό της ανακεφαλαιοποίησης είναι μικρό σε σχέση με το ύψος της ζημίας, οι τράπεζες έχουν ισχνά κίνητρα να αποκαλύψουν την πραγματική χρηματοοικονομική τους θέση ή/ και να εφαρμόσουν κατάλληλη στρατηγική διαχείρισης κινδύνων και συγκέντρωσης κεφαλαίου (capital accumulation) ή/ και να υπαχθούν στην εποπτεία των ρυθμιστικών αρχών, προκειμένου να λάβουν την κρατική ενίσχυση. Ακόμη όμως και με την εθελοντική συμμετοχή εκ μέρους των τραπεζών, σημαντική προϋπόθεση για την επιτυχή εφαρμογή του προγράμματος συνιστά η ύπαρξη και λειτουργία μίας αξιόπιστης εποπτεύουσας αρχής με ισχυρή ικανότητα επιβολής, ώστε να διασφαλίζεται η αναγνώριση των ζημιών εκ μέρους των τραπεζών, η αναδιάρθρωση της κεφαλαιακής τους δομής και η εφαρμογή συνετής πολιτικής διαχείρισης κινδύνων.

Όπως προκύπτει από την ανάλυση των ιστορικών παραδειγμάτων που προηγήθηκε, το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης λειτούργησε αποτελεσματικά στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του 1930, κυρίως χάρη στην κατάλληλη εποπτεία και την παροχή κινήτρων στις τράπεζες που είχαν λάβει την κρατική ενίσχυση, ώστε να ακολουθήσουν εις το εξής συνετές επιχειρηματικές πρακτικές και πρακτικές διαχείρισης κινδύνου. Οι πολύ αφερέγγυες τράπεζες οδηγήθηκαν στην πτώχευση είτε μέσω του μηχανισμού της αγοράς είτε με την παρέμβαση των εποπτικών αρχών. Οι τράπεζες – αποδέκτες της κρατικής ενίσχυσης αναγκάστηκαν σε υποχρεωτική συμμόρφωση με τους όρους του προγράμματος και τέθηκαν υπό την εποπτεία των αρμόδιων αρχών ως προς την ορθή διαχείριση των κρατικών πόρων που μεταφέρθηκαν σε αυτές. Εν αντιθέσει, το πρόγραμμα ανακεφαλαιοποίησης με τη συμμετοχή του Κράτους στην ΑΜΚ των τραπεζών με την έκδοση προνομιούχων μετοχών (preferred stock purchases) στην Ιαπωνία απέτυχε, κυρίως λόγω της έλλειψης πολιτικής βούλησης να επιβάλλει κριτήρια για τη συμμετοχή των τραπεζών στο πρόγραμμα αλλά και να ελέγξει αποτελεσματικά τις τράπεζες που έγιναν αποδέκτες των κρατικών κονδυλίων.

Στο ερώτημα εάν αντίστοιχα προγράμματα μπορούν να εφαρμοστούν υπό τις παρούσες συνθήκες, ώστε να εξασφαλιστεί ταυτόχρονα η ενίσχυση του τραπεζικού συστήματος και η συνετή διαχείριση των κρατικών πόρων εκ μέρους των υποβοηθούμενων τραπεζών, η απάντηση βρίσκεται στο εξής τρίπτυχο: (α) κατά το σχεδιασμό του προγράμματος θα πρέπει να δίδεται προσοχή στο στοιχείο της



επιλεκτικότητας ως προς την ποιότητα των αποδεκτών της κρατικής βοήθειας. Θα πρέπει να επιλέγονται τραπεζικά ιδρύματα που πράγματι αξίζει να βοηθηθούν (β) κρίνεται αναγκαία η θέσπιση και ο ακριβής προσδιορισμός ποσοτικών κριτηρίων που θα περιορίζουν την συμμετοχή στο πρόγραμμα αφερέγγυων τραπεζών και θα διασφαλίζουν την αποτελεσματική διοχέτευση των κρατικών πόρων σε τράπεζες με ενδεδειγμένη πολιτική διαχείρισης κινδύνων (γ) κρίνεται επίσης αναγκαία η αυστηροποίηση των όρων κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών, με έμφαση στα προσαρμοσμένα στον κίνδυνο εποπτικά κεφάλαια (risk-based capital).

Όσον αφορά την επιλεκτική βάση των προγραμμάτων ανακεφαλαιοποίησης, ο Calomiris (1999) προτείνει στην ανάλυσή του η ανακεφαλαιοποίηση να γίνεται με συμμετοχή του Κράτους στην ΑΜΚ των τραπεζών με την έκδοση προνομιούχων μετοχών, με μία επιπλέον ρήτρα αντιστοίχισης με έκδοση κοινών μετοχών. Έτσι, οι τράπεζες που πληρούν τους όρους του προγράμματος θα ενθαρρύνονται να συμμετάσχουν σε αυτό εθελοντικά. Με τη μέθοδο αυτή, ενθαρρύνονται να συμμετάσχουν οι σχετικά υγιείς τράπεζες που αν και έχουν υποστεί μεγάλες κεφαλαιακές απώλειες, διατηρούν υψηλή αξία franchise, ενώ από την άλλη αποθαρρύνονται οι πολύ αφερέγγυες τράπεζες. Οι μέτοχοι των τελευταίων σαφώς δεν πληρούν τις προϋποθέσεις συμμετοχής, καθώς δεν είναι σε θέση να προσελκύσουν δυνητικούς επενδυτές για την αγορά των νέων κοινών μετοχών που θα εκδοθούν.

Παρά τη θεωρητική θεμελίωση αυτής της προσέγγισης, η πρακτική εφαρμογή της δεν είναι εύκολη για όλες τις χώρες. Προκειμένου το στοιχείο της επιλεκτικότητας να επιτεύξει τους στόχους της ανακεφαλαιοποίησης, οι ρυθμιστικές διατάξεις σε σχέση με την κεφαλαιακή επάρκεια και τη μερισματική πολιτική της τράπεζας, θα πρέπει να επιβάλλονται με αυστηρότητα. Σε χώρες με ισχυρές πολιτικές παρεμβάσεις στο χρηματοπιστωτικό σύστημα και αδύναμο ρυθμιστικό πλαίσιο, η άνω πρόταση έχει μικρές πιθανότητες επιτυχίας.



6.8. Γενικά Συμπεράσματα

Στην παρούσα ενότητα, έγινε ανασκόπηση επτά μηχανισμών επίλυσης χρηματοοικονομικών κρίσεων μέσα από την ανάλυση ιστορικών παραδειγμάτων χωρών που τους έχουν εφαρμόσει στην πράξη, ενώ συγχρόνως έγινε σύγκριση των προγραμμάτων ως προς το κόστος εφαρμογής και τη σχετική αποτελεσματικότητά τους στην εκτόνωση της κρίσης. Σε θεωρητικό επίπεδο, ο απώτερος στόχος του κάθε προγράμματος έγκειται στην αποτελεσματική αναδιάρθρωση των ισολογισμών τόσο των τραπεζών όσο και των δανειοληπτών με το μικρότερο δυνατό κόστος. Στην έννοια του κόστους περιλαμβάνονται η επιβάρυνση των φορολογουμένων από την ενίσχυση των τραπεζών με κρατικούς πόρους και η δημιουργία στρεβλών κινήτρων στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η δημιουργία κινήτρων κρίνεται ζωτικής σημασίας, καθώς βασική επιδίωξη του κάθε προγράμματος είναι η αποκόμιση μέγιστης ωφέλειας, ελαχιστοποιώντας παράλληλα τον ηθικό κίνδυνο. Οι σχετικά επιτυχείς μηχανισμοί αναδιάρθρωσης φαίνεται ότι στοχεύουν στην παροχή κατάλληλων κινήτρων προς όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη (βλέπε RFC στις ΗΠΑ έναντι του αντίστοιχου προγράμματος κρατικής συμμετοχής στην AMK των τραπεζών με την έκδοση προνομιούχων μετοχών στην Ιαπωνία, το Punto Final Program στο Μεξικό έναντι του προγενέστερου FOBARPOA, πώληση εγχώριων τραπεζών σε ξένους επενδυτές έναντι κεφαλαιακών ενισχύσεων). Σε κάθε περίπτωση, η Κυβέρνηση θα πρέπει να λάβει υπόψη της ότι η κατανομή των ζημιών μεταξύ Κράτους και ιδιωτών λειτουργεί ως μηχανισμός ελέγχου προκειμένου να μετριάζονται τα τρέχοντα κόστη και οι μελλοντικές στρεβλώσεις και να διοχετεύονται αποτελεσματικά οι κρατικοί πόροι προς όσα τραπεζικά ιδρύματα πληρούν τους όρους του προγράμματος.

Το δεύτερο θεωρητικό συμπέρασμα είναι ότι τα δυνατά και αδύνατα σημεία των διαφόρων εναλλακτικών προγραμμάτων αναδιάρθρωσης διαφέρουν, υπό την προϋπόθεση ότι τα προγράμματα εκτελούνται κανονικά. Κάποια προγράμματα στοχεύουν στην εξυγίανση των δανειοληπτών, κάποια άλλα στην εξυγίανση των τραπεζικών ιδρυμάτων. Κάποια από αυτά (πχ. διαγραφή χρέους μέσω μίας νόμιμης αναδιατύπωσης της αξίας του χρέους) συνεπάγονται χαμηλότερο άμεσο κόστος για τους φορολογούμενους σε σχέση με άλλα (πχ. προγράμματα ανακεφαλαιοποίησης



τραπεζών). Κάποια ενδέχεται να δημιουργήσουν στρεβλά κίνητρα στις υποβοηθούμενες τράπεζες ή τους δανειολήπτες, σε μεγαλύτερο βαθμό απ' ό,τι άλλα. Συνεπώς, οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει προσδιορίζουν τους επιδιωκόμενους στόχους του προγράμματος και εν συνεχεία να σχεδιάζουν κατάλληλα το μίγμα των μέτρων αναδιάρθρωσης.

Το τρίτο συμπέρασμα της παρούσας ανάλυσης είναι ότι οι αρμόδιες αρχές θα πρέπει να αναγνωρίζουν εξ αρχής τις παγίδες που ενδεχομένως κρύβονται πίσω από την εφαρμογή κάθε μέτρου ή συνδυασμού μέτρων. Οι παγίδες έχουν να κάνουν με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε χώρας, όσον αφορά το ισχύον νομικό σύστημα, το ρυθμιστικό πλαίσιο, τους πολιτικούς θεσμούς, το παραγωγικό μοντέλο και τη διάρθρωση της οικονομίας.

Ειδικότερα, όπως προκύπτει από τα ιστορικά παραδείγματα που αναλύθηκαν, τα πλεονεκτήματα από την ελεύθερη είσοδο ξένων επενδυτών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα έχουν μικρότερο βαθμό εξάρτησης από ένα ευνοϊκό πολιτικό σύστημα. Σε αυτό το σημείο, η παρουσία ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα υπερέχει. Πράγματι, όπως προκύπτει, η εμφάνιση και λειτουργία ξένων τραπεζών συνέβαλε θετικά στην «στεγανοποίηση» του τραπεζικού τομέα απέναντι στην αθέμιτη άσκηση της πολιτικής εξουσίας. Ακόμη, χώρες με διαφορετική ποιότητα πολιτικών θεσμών και διαφορετικό νομικό/ ρυθμιστικό σύστημα ενδέχεται να επιλέξουν διαφορετικά προγράμματα αναδιάρθρωσης. Τέλος, το είδος της κρίσης (πχ. νομισματική, χρηματοπιστωτική, κρίση δημοσίου χρέους), καθώς και η έντασή της επηρεάζουν την πολιτική αντιμετώπισης που θα επιλεγεί.

Για παράδειγμα, στις ΗΠΑ περί το 1988, όταν εντάθηκε η πολιτική βούληση για την αυστηροποίηση του ρυθμιστικού πλαισίου και την αντιμετώπιση της πανωλεθρίας των S&L, η Κυβέρνηση, οι ρυθμιστικές και εποπτικές αρχές, και εν γένει οι φορείς χάραξης πολιτικής, όπως και η Resolution Trust Corporation, έσπευσαν να ενισχύσουν τις προβληματικές τράπεζες (είτε με την ένταξή τους σε πρόγραμμα αναδιάρθρωσης είτε αφήνοντάς τες να οδηγηθούν σε πτώχευση), να εκποιήσουν τα στοιχεία ενεργητικού τους μέσω πλειστηριασμών (sell foreclosed assets) και τελικά να ανακεφαλαιοποιήσουν



τα τραπεζικά ιδρύματα που κατόρθωσαν να γλιτώσουν την κατάρρευση. Στην περίπτωση της Σουηδίας, ο θεσμός των AMC's στέφθηκε επίσης με επιτυχία. Πίσω από την επιτυχή εφαρμογή των δύο αυτών προγραμμάτων αναδιάρθρωσης κρύβεται το ισχυρό θεσμικό σύστημα που απαντάται στις ώριμες καπιταλιστικές οικονομίες και συνίσταται σε: (i) κουλτούρα συμμόρφωσης προς το κράτος δικαίου (ii) αποτελεσματική επιβολή του νόμου (iii) δικαστική προστασία των δικαιωμάτων των πιστωτών (iv) μακρά παράδοση στο εποπτικό και ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών (v) σχετική ρευστότητα στις αγορές, ώστε να διευκολύνεται η εκποίηση των προβληματικών στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών (vi) αδιάφθορο πολιτικό σύστημα (vii) δημοσιονομική επάρκεια, ώστε να είναι σε θέση η Κυβέρνηση να χρηματοδοτήσει το κόστος διάσωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Εντούτοις, τα αποτελέσματα από την εφαρμογή του θεσμού των AMC's στις αναπτυσσόμενες οικονομίες δεν είναι τόσο ενθαρρυντικά. Η ανεπιτυχής εφαρμογή του θεσμού οφείλεται εν πολλοίς στην ανεπάρκεια του θεσμικού πλαισίου. Στις αναπτυσσόμενες οικονομίες απουσιάζουν τα θεσμικά θεμέλια που θα διευκόλυναν μία αποτελεσματική διαδικασία εκποίησης από τις κρατικές AMC's των μεταφερόμενων σε αυτές προβληματικών στοιχείων ενεργητικού των τραπεζών. Ειδικότερα, η προστασία των δικαιωμάτων των πιστωτών είναι ανεπαρκής, η διαδικασία κατασχέσεων είναι πολύπλοκη, το πολιτικό σύστημα μαστίζεται από ρουσφετολογία και διαφθορά όσον αφορά την αγορά και διάθεση από τις AMC's των περιουσιακών στοιχείων των τραπεζών, ενώ η ρύθμιση και εποπτεία του τραπεζικού συστήματος είναι ασθενής, με αποτέλεσμα οι τράπεζες να αποφεύγουν την αναγνώριση των ζημιών τους και να μην υποχρεώνονται στην υιοθέτηση ενδεδειγμένων μεθόδων διαχείρισης κινδύνου και ανακεφαλαιοποίησης.

Για το λόγο αυτό, οι αρμόδιες αρχές στις αναπτυσσόμενες οικονομίες θα πρέπει να αντιληφθούν τις εγγενείς αδυναμίες που παρεμποδίζουν την αποτελεσματική εφαρμογή προγραμμάτων αναδιάρθρωσης βασιζόμενων στη σύσταση και λειτουργία AMC's ή προγραμμάτων βασιζόμενων στην αγορά με το στοιχείο της επιλεκτικότητας (πχ. RFC στις ΗΠΑ ή Punto Final στο Μεξικό), η εφαρμογή των οποίων – αν και επιθυμητή- προϋποθέτει ισχυρούς μηχανισμούς επίβλεψης.



Όπως έχουμε επισημάνει, οι μηχανισμοί αναδιάρθρωσης με το στοιχείο της επιλεκτικότητας, που συνδυάζουν την κρατική συμμετοχή στις ΑΜΚ με την έκδοση προνομιούχων μετοχών με τη συμμετοχή ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων (όπως η RFC), ή συνδυάζουν στοιχεία διαγραφής χρέους από την Κυβέρνηση με την παράλληλη υποχρέωση εκ μέρους των τραπεζών να συμμετάσχουν στην αναδιάρθρωση χρέους των επιχειρήσεων - πελατών τους ή να παράσχουν νέα δάνεια (όπως το Punto Final), αν και συνιστούν καταρχήν την πλέον αποτελεσματική λύση για την αναδιάρθρωση τραπεζών και υπερχρεωμένων επιχειρήσεων. Η αξιολόγηση της ποιότητας του δανειολήπτη μέσω του μηχανισμού της αυτό-επιλογής για την ένταξη ή μη στο σχεδιαζόμενο πρόγραμμα αναδιάρθρωσης, σαφώς μετριάξει τα προβλήματα ηθικού κινδύνου και περιορίζει το δημοσιονομικό κόστος της διάσωσης. Εντούτοις, η αποτελεσματική εφαρμογή τους εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ύπαρξη ισχυρού θεσμικού πλαισίου.

Συμπερασματικά, θα μπορούσαμε να παρατηρήσουμε ότι οι αναδυόμενες χώρες που πάσχουν από σχετική ανεπάρκεια θεσμικού πλαισίου θα πρέπει να υιοθετούν λιγότερο σύνθετα προγράμματα στήριξης με άμεσα αποτελέσματα και λιγότερη εξάρτηση από την ύπαρξη ενός οργανωμένου πλαισίου πολιτικών, νομικών και οικονομικών θεσμών. Ενδεδειγμένοι μηχανισμοί θα μπορούσαν να είναι η διαγραφή χρέους σε όλους τους τομείς μέσω αυτόματης αναπροσαρμογής της μονάδας βάσης (numeraire) των δανειακών συμβάσεων και των τραπεζικών καταθέσεων, ή η διευκόλυνση εισόδου ξένων τραπεζών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα. Εντούτοις, και οι δύο αυτοί μηχανισμοί παρουσιάζουν κάποια μειονεκτήματα.

Η επιτυχία των προγραμμάτων διαγραφής χρέους εξαρτάται μακροπρόθεσμα από την αξιόπιστη δέσμευση της Κυβέρνησης, ότι η διαγραφή χρησιμοποιήθηκε εξαιρετικά ως ακραίο μέτρο άμεσης ανακούφισης του χρέους, ενώ ενδέχεται να είναι αναποτελεσματική στην επανεκκίνηση της προσφοράς πιστώσεων σε υγιή βάση, όταν δε συνοδεύεται από ένα αποδοτικό νομικό πλαίσιο και πτωχευτικό κώδικα που δημιουργεί κίνητρα στους δανειολήπτες για ομαλή εξυπηρέτηση του εναπομείναντος χρέους, καθώς και από ένα ισχυρό πλαίσιο εποπτείας και ελέγχου που θα ενθαρρύνει



τις τράπεζες να αποκαταστήσουν την κεφαλαιακή τους βάση. Όπως προκύπτει, οι Κυβερνήσεις των περισσότερων αναπτυσσόμενων χωρών που προχώρησαν σε διαγραφή χρέους, δεν ήταν σε θέση να πείσουν τις αγορές για τον εξαιρετικό χαρακτήρα του μέτρου.

Όσον αφορά την είσοδο ξένων ιδιωτικών επενδυτικών κεφαλαίων ή τραπεζικών ομίλων στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα, η ομαλή επανεκκίνηση της προσφοράς πιστώσεων προϋποθέτει την ύπαρξη ισχυρών θεσμών προστασίας των δικαιωμάτων των πιστωτών. Όπως προκύπτει η κουλτούρα προστασίας των πιστωτών δεν έχει αναπτυχθεί επαρκώς στις περισσότερες αναπτυσσόμενες χώρες. Παρόλα αυτά, δεδομένων των θεσμικών αδυναμιών στις αναδυόμενες χώρες, η είσοδος ξένων τραπεζικών ομίλων αποτελεί ίσως την πλέον ενδεδειγμένη από τις διαθέσιμες επιλογές αντιμετώπισης των χρηματοοικονομικών κρίσεων.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο

«Η ΣΗΜΕΡΙΝΗ ΚΡΙΣΗ»

7.1. Το Χρονικό της Κρίσης (2007-2009)

Καθόλη τη δεκαετία προ της κρίσης οι τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ και σε άλλες ανεπτυγμένες οικονομίες ακολούθησαν ανοδική τροχιά και σε συνδυασμό με τη γιγάντωση του αδιαφανούς τραπεζικού συστήματος, που εξαρτόταν κυρίως από τη βραχυχρόνια χρηματοδότηση και το χαλαρό ρυθμιστικό πλαίσιο, συνέβαλαν καθοριστικά στην φούσκα των τιμών της αγοράς των ακινήτων.

Συγκεκριμένα, το γεγονός της αύξησης των τιμών των ακινήτων συνέπεσε με μία μεταβολή στο μοντέλο χρηματοδότησης των Τραπεζών. Η χρηματοδότησή τους δεν πραγματοποιείται πλέον μέσω των καταθέσεων, αλλά οι Τράπεζες στρέφονται ολοένα και περισσότερο στη βραχυχρόνια χρηματοδότηση, μέσω της διατραπεζικής αγοράς και τη χρηματοδότηση χονδρικής, εκμεταλλευόμενες τα κενά στο ρυθμιστικό πλαίσιο κεφαλαιακών απαιτήσεων ενώ στο ίδιο πλαίσιο μεταφέρουν στοιχεία του ενεργητικού τους εκτός ισολογισμού, στα λεγόμενα «οχήματα ειδικού σκοπού», τα οποία υπόκεινται σε ελαστικότερες κεφαλαιακές απαιτήσεις.

Οι πρακτικές αυτές αύξησαν το επίπεδο μόχλευσης στο Τραπεζικό σύστημα, οι οποίες συνδυαζόμενες με την άνοδο στις τιμές των ακινήτων, που τροφοδοτήθηκε και από την έκρηξη των χορηγούμενων ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου στις ΗΠΑ (ξεκίνησε από το 2002 και κορυφώθηκε στα μέσα του 2006) οδήγησαν στη δημιουργία ενός φαύλου κύκλου μόχλευσης, όπου η αύξηση στις τιμές των κατοικιών προκαλούσε αύξηση του χρέους των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

Η αύξηση των τιμών μείωσε το «value at risk» των Τραπεζών, δημιουργώντας πλεόνασμα στους ισολογισμούς τους, οδηγώντας τες σε περαιτέρω αύξηση της μόχλευσής τους και σε επέκταση των χορηγούμενων πιστώσεων. Με έναν παρόμοιο μηχανισμό και τα νοικοκυριά, βλέποντας την αξία των κατοικιών τους να ανεβαίνει,



αύξαναν με τη σειρά τους τη μόχλευσή τους (σύμφωνα με μελέτη των Mian & Sufi 2009 το 25%-30% από κάθε δολάριο αύξησης στην τιμή της κατοικίας, χρησιμοποιείται σε πραγματικές δαπάνες).

Τα πρώτα ανησυχητικά σημάδια έκαναν την εμφάνισή τους στις αρχές του 2007 στις ΗΠΑ, με τις μεγάλες απώλειες που υπέστησαν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που είχαν χορηγήσει τα ενυπόθηκα στεγαστικά δάνεια υψηλού κινδύνου και διακρατούσαν στο χαρτοφυλάκιό τους παράγωγα τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων. Κατόπιν, αυτά τα τοπικής εμβέλειας σημάδια έλαβαν παγκόσμιες διαστάσεις, με τις ζημιές να επεκτείνονται και στις ευρωπαϊκές τράπεζες (πχ αγγλική Northern Rock), αλλά και σε τράπεζες χωρίς έκθεση στην αγορά ενυπόθηκων στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ.

Παρά τις ενέργειες των νομισματικών αρχών προς εκτόνωση της κρίσης (πχ Term Auction Facility ΗΠΑ, παροχή κρατικών εγγυήσεων κλπ), τα προβλήματα εντάθηκαν στις ΗΠΑ, με την κατάρρευση πολλών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, με αποκορύφωμα τη Lehman Brothers και την κρατική διάσωση άλλων (Bear Stearns, ασφαλιστική AIG, Freddie Mac, Fannie Mae), ώσπου τα τέλη του 2007, η κρίση διαδόθηκε σε πολλές αγορές, με την κατάρρευση του διεθνούς εμπορίου, την αναστροφή στις ροές κεφαλαίων και τη συρρίκνωση του πραγματικού ΑΕΠ.

7.2. Αρχικές Συνθήκες

Οι αρχικές συνθήκες που δημιούργησαν την κρίση στην αγορά στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, το εκτιμώμενο κόστος της οποίας ανέρχεται μόλις στα 250 δις δολάρια κατά τον 10/2007 και οδήγησε στην τρέχουσα παγκόσμια οικονομική κρίση, που οι τεράστιες απώλειες στην παγκόσμια παραγωγή, εκτιμούνται από το ΔΝΤ στα 4,7 τρις δολάρια για την περίοδο 2008-2015 και στην κατάρρευση των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών, οι οποίες κατέγραψαν απώλειες 26,4 τρις δολάρια μέσα σε ένα έτος 7/2007-11/2008, είναι οι ακόλουθες τέσσερις:

- 1) Η υποεκτίμηση του ρίσκου στα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα που αποτελούν τα περιουσιακά στοιχεία (στοιχεία ενεργητικού) των**



τραπεζών.

Η πλειονότητα των στεγαστικών δανείων χορηγήθηκαν υπό την προϋπόθεση καμίας μείωσης στην αξία των ακινήτων. Έτσι, αν και η αξία του δανείου ήταν αρχικά υψηλή σε σχέση με την αξία του ακινήτου, με την πάροδο του χρόνου αυτή αναμενόταν να βαίνει μειούμενη, καθώς θα αυξανόταν η αξία του ακινήτου. Εντούτοις, σε διάφευση των εκτιμήσεων τόσο των δανειστών (τράπεζες) όσο και των δανειζόμενων, όταν οι τιμές των ακινήτων στις ΗΠΑ άρχισαν να πέφτουν, πολλά από τα χορηγούμενα στεγαστικά δάνεια υπερέβησαν σε αξία το ακίνητο και αυξήθηκε ραγδαία ο όγκος των μη εξυπηρετούμενων δανείων και των κατασχέσεων.

Αυτή η υποεκτίμηση του ρίσκου μπορεί να αποδοθεί μερικώς σε έναν συνδυασμό παραγόντων όπως:

- το χαμηλό επίπεδο των επιτοκίων παγκοσμίως, ιδίως λόγω του υψηλού επιπέδου αποταμίευσης στην Κίνα, οδήγησε τους επενδυτές διεθνώς, που απογοητεύτηκαν από την τάση επιστροφής στις επενδύσεις χαμηλού ρίσκου, στην αναζήτηση μεγαλύτερων αποδόσεων,
- οι μεγάλες εισροές ιδιωτικών και κρατικών επενδυτικών κεφαλαίων στις ΗΠΑ προς αναζήτηση ασφαλών τοποθετήσεων, η οποία αύξησε την προσφορά τιλοποιημένων στεγαστικών δανείων και θεωρείται τοποθέτηση χαμηλού ρίσκου,
- η επεκτατική νομισματική πολιτική της FED, που ενίσχυσε τις προσδοκίες για μία παρατεταμένη περίοδο χαμηλών επιτοκίων,
- το νέο μοντέλο OTD (originate to distribute) που εφήρμοσαν πολλά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, σύμφωνα με το οποίο οι Τράπεζες χορηγούν δάνεια και εν συνεχεία τα τιλοποιούν και τα πουλούν σε τρίτα μέρη, οδήγησε σε ανεπαρκή έλεγχο της πιστοληπτικής ικανότητας του δανειζόμενου και τελικά σε χορήγηση «κακής ποιότητας» (επισφαλών) δανείων.



Πέραν των ανωτέρω παραγόντων μπορεί να δοθεί και μία πιο θεμελιώδης εξήγηση. Ιστορικά έχει αποδειχθεί ότι το ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον, συνήθως οδηγεί σε έξαρση της χορήγησης πιστώσεων και πράγματι, κατά τη δεκαετία του 2000 το οικονομικό περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων και της βιώσιμης ανάπτυξης, σε συνδυασμό με την συνεχώς ανοδική πορεία της αγοράς ακινήτων στις ΗΠΑ από το 1991 και έπειτα, ευνόησε τη χορήγηση στεγαστικών δανείων.

Εντούτοις η υποεκτίμηση του ρίσκου δεν περιορίζεται στην αγορά στεγαστικών δανείων και αποτυπώνεται και στην αγορά των CDS, τα premium των οποίων, την υπό εξέταση περίοδο είχαν διαμορφωθεί σε χαμηλά επίπεδα, χαρακτηριστικό της ευφορίας που επικρατούσε.

2) Η αδιαφάνεια στον τρόπο που εμφανίζονται τα χρηματοοικονομικά παράγωγα στις οικονομικές καταστάσεις των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Η τιτλοποίηση χορηγούμενων στεγαστικών δανείων οδήγησε σε πολύ σύνθετα και δύσκολα, στην αποτίμηση, στοιχεία ενεργητικού, στους ισολογισμούς των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Στα μέσα του 2008, είχαν τιτλοποιηθεί περισσότερα από το 60% των χορηγούμενων στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ, μέσω της δημιουργίας ενυπόθηκων τίτλων MBS, οι ροές των εσόδων των οποίων αποκόπτονταν και δημιουργούνταν CDOs, τα οποία εν τέλει μεταπωλούνταν. Αναμφισβήτητα, η αποτίμηση των MBOs (mortgage pools) ίσως είναι εύκολη υπόθεση, η αποτίμηση όμως των τίτλων «δεύτερης γενιάς» (CDOs) είναι σαφώς δυσκολότερη, δημιουργώντας αβεβαιότητα στην αποτίμηση. Δεδομένου ότι τα τιτλοποιημένα αυτά προϊόντα απαντώνται στα χαρτοφυλάκια πολλών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, αντιλαμβάνεται κανείς ότι η αβεβαιότητα αυτή διαχέεται σε πολλούς παίκτες της αγοράς.

3) Η διασύνδεση μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων στα όρια μίας χώρας αλλά και μεταξύ διαφόρων χωρών.



Η τιτλοποίηση και η παγκοσμιοποίηση συντέιναν στην αύξηση της συνεκτικότητας-διασύνδεσης μεταξύ των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, στα όρια μίας αγοράς ή και μεταξύ διαφορετικών αγορών. Ενδεικτική του γεγονότος αυτού είναι η μεγάλη έκθεση κάποιων τοπικών γερμανικών τραπεζών στην αγορά στεγαστικών δανείων των ΗΠΑ. Οι απαιτήσεις ξένων τραπεζικών ιδρυμάτων έναντι των 5 πλέον ανεπτυγμένων χωρών (Γαλλία, Γερμανία, Ιαπωνία, Η.Β., ΗΠΑ) αυξήθηκε σε διάστημα 8 ετών από 6,3 τρις δολάρια το 2000 σε 22 τρις το 2008. Ο απότομος περιορισμός της έκθεσης π.χ. στις ΗΠΑ έχει αναμφισβήτητα σοβαρές επιπτώσεις στα τραπεζικά συστήματα των χωρών αυτών.

4) Το υψηλό επίπεδο μόχλευσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος συνολικά.

Η αύξηση της μόχλευσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα, πραγματοποιήθηκε κυρίως λόγω της υπεραισιοδοξίας, της υποεκτίμησης του ρίσκου αλλά και των κενών στο ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων.

Αναφορικά με το τελευταίο σημείο, οι Τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να μειώσουν τις κεφαλαιακές απαιτήσεις τους μεταφέροντας στοιχεία του ενεργητικού τους εκτός ισολογισμού στα λεγόμενα SIVs (δομημένα επενδυτικά οχήματα) [πχ το 2006, η συνολική αξία των στοιχείων ενεργητικού εκτός ισολογισμού της Citigroup (\$ 2,1 τρις) υπερέβη τα στοιχεία ενεργητικού του ισολογισμού (\$ 1,8 τρις)!]

Σε γενικές γραμμές, οι επιπτώσεις της μόχλευσης στο χρηματοπιστωτικό σύστημα είναι μεγάλες. Στην περίπτωση μείωσης της αξίας των χρηματοοικονομικών μέσων, όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση τόσο αυξάνεται η πιθανότητα συρρίκνωσης της κεφαλαιακής βάσης και η αφερεγγυότητα των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, γεγονός που επιβεβαιώθηκε και στην τρέχουσα κρίση.

7.3. Πολιτικές Αντιμετώπισης της Κρίσης (2007-2009)

Οι πολιτικές αντιμετώπισης στην τρέχουσα συγκυρία είναι παρόμοιες με τις



πολιτικές που έχουν κατά καιρούς ακολουθηθεί σε προηγούμενα χρηματοπιστωτικά επεισόδια:

- **παροχή ρευστότητας**, η οποία επεκτάθηκε και σε άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, πέραν των τραπεζών,

Εφαρμόστηκε μάλιστα, με πιο ελαστικές απαιτήσεις εγγυήσεων πχ. αγορά ABS από την Fed, Fed's Commercial Paper Facility, Bank of England's Asset Purchase Facility. Αυτή η εκτεταμένη παροχή ρευστότητας αντικατοπτρίζεται και στην κατακόρυφη αύξηση των απαιτήσεων των κεντρικών τραπεζών, έναντι του χρηματοπιστωτικού τομέα (5,5% κατά μ.ο. σε σχέση με τα επίπεδα προ κρίσης).

- **παροχή εγγυήσεων στα στοιχεία παθητικού των Τραπεζών**, προς αποκατάσταση της εμπιστοσύνης στους «πιστωτές» των Τραπεζών.

Σε κάποιες περιπτώσεις παρασχέθηκαν και εγγυήσεις στα στοιχεία του ενεργητικού των τραπεζών (πχ. Βέλγιο, Ηνωμένο Βασίλειο). Για παράδειγμα, στα πλαίσια της “Bad Bank Act” που θεσπίστηκε στη Γερμανία τον Ιούλιο του 2009, επιτράπη στις Τράπεζες να μεταφέρουν δύσκολα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του ενεργητικού τους, εκτός ισολογισμού, σε «οχήματα ειδικού σκοπού», και να λάβουν σε αντάλλαγμα ομόλογα εγγυημένα από το κράτος, που θα εκδίδουν τα «οχήματα» αυτά (πιο ρευστοποιήσιμα).

Σε αντίθεση με προηγούμενα χρηματοπιστωτικά επεισόδια, η έκτακτη παροχή ρευστότητας, εκ μέρους του Κράτους, φαίνεται να συνεχίζεται για περίοδο άνω των 14 μηνών (μ.ο. σε προηγούμενα επεισόδια). Η νομισματική επεκτατική πολιτική στις πρόσφατες τραπεζικές κρίσεις, επίσης υπερβαίνει σε έκταση τον ιστορικό μέσο των προηγούμενων επεισοδίων με αύξηση της νομισματικής βάσης κατά 6% σε όρους ΑΕΠ, σε σχέση με τον ιστορικό μέσο του 1% σε προηγούμενα επεισόδια. Εντούτοις, αυτού του μεγέθους αύξηση της νομισματικής βάσης είναι συνήθης στα χρηματοπιστωτικά επεισόδια των ανεπτυγμένων χωρών.



- **κρατική ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών**, το δημοσιονομικό κόστος της οποίας αντιστοιχεί στο 70% των κρατικών δαπανών.

Προγράμματα ανακεφαλαιοποιήσεων, σε σχέση με προηγούμενα χρηματοπιστωτικά επεισόδια, εφαρμόστηκαν πιο γρήγορα, σχεδόν συγχρόνως με την παροχή ρευστότητας, ενώ σε παλαιότερα επεισόδια μεσολαβούσε διάστημα περίπου ενός έτους.

Η αντιμετώπιση προβλημάτων φερεγγυότητας του τραπεζικού συστήματος με δημόσιο χρήμα είναι γενικά μία σύνθετη και μακρά διαδικασία, καθώς απαιτεί πολιτική συναίνεση και το κατάλληλο νομοθετικό πλαίσιο, γι' αυτό και οι κυβερνήσεις εξαντλούν τα εναλλακτικά μέτρα (παροχή ρευστότητας, εγγυήσεις) που έχουν στη διάθεσή τους, προτού καταφύγουν στην ανακεφαλαιοποίηση. Η ανακεφαλαιοποίηση λαμβάνει χώρα κυρίως με την πλειοψηφική συμμετοχή του Δημοσίου στα κεφάλαια των τραπεζών και μάλιστα για μεγάλο χρονικό διάστημα από την έναρξη εφαρμογής του μέτρου. Κάποιες φορές, η εκχώρηση λαμβάνει χώρα με την απευθείας πώληση ολόκληρων τραπεζικών ιδρυμάτων, είτε σε ξένους επενδυτές, είτε σε μεγάλες εγχώριες τράπεζες, άλλες φορές πιο σταδιακά μέσω των αγορών.

7.4. Κοινά Χαρακτηριστικά και Διαφορές Τρέχουσας και Προηγούμενων Τραπεζικών Κρίσεων

Έχοντας παρουσιάσει αναλυτικά τα αίτια και τις συνέπειες των πιο σημαντικών χρηματοοικονομικών κρίσεων στα προηγούμενα κεφάλαια, είναι χρήσιμο να παρατεθούν οι ομοιότητες και οι διαφορές που παρουσιάζουν οι παρελθούσες κρίσεις με την τωρινή.

Ως κοινά χαρακτηριστικά εμφανίζονται ότι:

- οι κρίσεις έπονται μίας μακράς περιόδου πιστωτικής επέκτασης,



- οι κρίσεις σχετίζονται με μεγάλες ανισορροπίες στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων του ιδιωτικού τομέα (πχ. αναντιστοιχία στις ληκτότητες στοιχείων ενεργητικού και παθητικού, μεγάλη έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο), οι οποίες ουσιαστικά αυξάνουν τον πιστωτικό κίνδυνο των Τραπεζών,
- οι κρίσεις συνοδεύονται από σημαντική αύξηση του χρέους του ιδιωτικού τομέα (τράπεζες, νοικοκυριά, επιχειρήσεις),
- στις κρίσεις, οι τιμές των στοιχείων ενεργητικού αυξάνονται κατακόρυφα,
- στις κρίσεις, οι Τράπεζες περιορίζουν τη χρηματοδότησή τους μέσω των παραδοσιακών τραπεζικών καταθέσεων και στρέφονται σε λιγότερο σταθερές πηγές χρηματοδότησης χονδρικής (wholesale funding),
- οι κρίσεις, διαδίδονται γρήγορα, χτυπώντας πολλά τραπεζικά συστήματα ανά τον κόσμο, κυρίως λόγω της πτωτικής τάσης των τιμών στα στοιχεία ενεργητικού και της διασύνδεσης μεταξύ χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων,
- οι κρίσεις έχουν πλήξει κυρίως τις οικονομίες ανεπτυγμένων χωρών με μεγάλα, διεθνοποιημένα τραπεζικά συστήματα. Μία αρχική κρίση σε κάποιον συστημικά σημαντικό τραπεζικό όμιλο μπορεί να διαδοθεί με ευκολία μέσω του διεθνούς δικτύου του και σε τραπεζικά συστήματα άλλων χωρών, είτε μέσω άμεσων απωλειών, είτε μέσω του πανικού και της αβεβαιότητας που δημιουργεί και ενδεχομένως καταλήξει σε μαζικές αποσύρσεις καταθέσεων είτε σε περιορισμό των δυνατοτήτων αναχρηματοδότησης στη διατραπεζική αγορά.

Αντίθετα ως διαφοροποιήσεις εμφανίζονται:

- η τρέχουσα κρίση έχει επιφέρει μεγαλύτερο κόστος σε όρους πραγματικής οικονομίας (συρρίκνωση ΑΕΠ και εκτίναξη δημοσίου χρέους). Η παραγωγή έχει



συρρικνωθεί κατά μέσο όρο κατά 25% σε όρους ΑΕΠ (20% σε προηγούμενα επεισόδια), ενώ το δημόσιο χρέος έχει αυξηθεί κατά 24% Μ.Ο. σε όρους ΑΕΠ (ιστορικός μέσος 16% σε προηγούμενα επεισόδια). Οι διαφορές αυτές ίσως οφείλονται στο γεγονός ότι η τρέχουσα κρίση έχει επηρεάσει κατά κύριο λόγο τις ανεπτυγμένες οικονομίες με μεγάλα τραπεζικά συστήματα με διεθνή παρουσία, αλλά και στο μεγάλο μέγεθος του αρχικού σοκ που δέχτηκε το χρηματοπιστωτικό σύστημα (φούσκα στην αγορά ακινήτων και στεγαστικών δανείων χαμηλής διαβάθμισης των ΗΠΑ).

- Το μείγμα δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση της τρέχουσας κρίσης, αν και χαμηλότερου κόστους κατά 5 ποσοστιαίες μονάδες ΑΕΠ, έχει μεταβληθεί. Έχει γίνει ευρεία χρήση παροχής κρατικών εγγυήσεων στις υποχρεώσεις (στοιχεία παθητικού) των Τραπεζών και εκτεταμένες αγορές στοιχείων ενεργητικού, απευθείας από τις Κ.Τ., με στόχο την συγκράτηση των τιμών στα στοιχεία αυτά.
- Η εφαρμογή ταυτόχρονων προγραμμάτων παροχής ρευστότητας και ανακεφαλαιοποίησης του τραπεζικού συστήματος από τις εκάστοτε Κυβερνήσεις, ενώ στο παρελθόν τα δύο αυτά μέτρα εφαρμόζονταν με διαφορά περίπου ενός έτους, με την παροχή ρευστότητας να προηγείται.
- Στην τρέχουσα κρίση, έχουν σημειωθεί περισσότερες χρεοκοπίες τραπεζικών ιδρυμάτων σε σχέση με το παρελθόν. Πχ. στην Ισλανδία τα τραπεζικά ιδρύματα που οδηγήθηκαν σε χρεοκοπία αντιστοιχούν στο 90% του συνολικού ενεργητικού του εγχώριου τραπεζικού συστήματος. Στο Βέλγιο, οι τράπεζες που χρεοκόπησαν αντιστοιχούν στο 53%, στο Καζακστάν στο 28%, στο Η.Β. στο 26%. Ακόμη, σε άλλες περιπτώσεις, όπως της Ελλάδος, οι Τράπεζες που τελικά διασώθηκαν από τον κίνδυνο της χρεοκοπίας, δεχόμενες σημαντική κρατική ενίσχυση, αντιστοιχούν σε ποσοστό μεγαλύτερο του 80% του συνολικού ενεργητικού του εγχώριου τραπεζικού τους συστήματος. Έπεται η Γαλλία με 70% και η Ιρλανδία με 55%. Στις ΗΠΑ, ο αριθμός των Τραπεζών που έχουν



χρεοκοπήσει ή διασωθεί με κρατική βοήθεια δεν έχει προηγούμενο. Χρεοκοπίες ή κρατική διάσωση τραπεζών που αντιστοιχούν αθροιστικά σε ποσοστό άνω του 25% των συνολικών καταθέσεων του τραπεζικού συστήματος των ΗΠΑ.

- Έπληξε κυρίως τις ανεπτυγμένες χώρες, κυρίως δε τις χώρες με μεγάλα διεθνοποιημένα χρηματοπιστωτικά συστήματα (και όχι τις αναδυόμενες όπως στο παρελθόν). Η έλλειψη ρευστότητας σε σημαντικά, συστημικά, διεθνοποιημένα τραπεζικά συγκροτήματα στις χώρες αυτές επέφερε μεγάλης κλίμακας κρατικές παρεμβάσεις.
- Πιο άμεση κρατική παρέμβαση, ιδίως όσον αφορά την εφαρμογή προγραμμάτων ανακεφαλαιοποίησης, που συγκράτησε το άμεσο δημοσιονομικό κόστος σε χαμηλότερα επίπεδα.
- Ο αποτελεσματικός συντονισμός νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, οι προσπάθειες σε διεθνές επίπεδο για διατήρηση της ρευστότητας στην αγορά συναλλάγματος και η έγκαιρη εφαρμογή μέτρων για την αντιμετώπιση των προβλημάτων αφερεγγυότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος έχουν συμβάλει σημαντικά στη μετρίαση των επιπτώσεων της κρίσης στην πραγματική οικονομία και στη συγκράτηση του δημοσιονομικού κόστους ανακεφαλαιοποίησης και των λοιπών έμμεσων παρεμβάσεων. Εντούτοις, οι πολιτικές αυτές έχουν επιβαρύνει το δημόσιο χρέος και το μέγεθος των υποχρεώσεων της κεντρικής κυβέρνησης, εγείροντας ζητήματα βιωσιμότητας του χρέους σε αρκετές χώρες.



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. IMF Working Paper: *"The crisis: Basic Mechanisms and Appropriate Policies"*, April 2009
2. Luc Laeven and Fabian Valencia, IMF Working Paper: *"Resolution of Banking Crises: The Good, the Bad and the Ugly"*,
3. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, NBER Working Paper Series: *"The Aftermath of Financial Crises"*, January 2009
4. *"Resolution of Financial Distress, An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws"*, World Bank Institute
5. *"Questioni di economia e Finanza"*, Banca d' Italia, Number 47, July 2009.
6. *"79th Annual Report"*, Bank for International Settlements, Basel 29 June 2009.
7. Angelos A. Antzoulatos, *"Understanding Financial Crises and their Resolution- A Unified Framework"*.
8. Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, *"The time is different"*.
9. Alexander Lamfalussy, *"Financial crises in Emerging Markets"*
10. Jean Dermine, *"Bank Valuation and Value Based Management"*
11. David O. Beim, Charles W. Calomiris, *"Emerging Financial Markets."*
12. Frederic S. Mishkin, *"The economics of Money, Banking and Financial Markets"*.
13. *"Bank Soundness and Macroeconomic Policy"*, IMF.



14. IMF Working Paper, “*Systemic Banking Crises Database: An Update*”, June 2012.
15. Charles W. Calomiris, Daniela Klingebiel, and Luc Laeven, “*A Taxonomy of Financial Crisis Resolution Mechanisms: Cross Country Experience*”, August 2004.
16. Augustin Landier and Kenichi Ueda, “*The economics of Bank Restructuring: Understanding the options*”, June 2009, IMF staff position note.
17. IMF, “*Resolution of Cross-Border Banks—A Proposed Framework for Enhanced Coordination*”, June 2010.
18. “*The Regional Economist*”, Vol.19, No 2, April 2011.
19. “*Banking Crisis Solutions Old and New*”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Review September/October 2008 pp.517-30.
20. Hiroshi Nakaso, “*The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt*”, BIS Papers, No 6.
21. Luis I. Jácome H., “*Central Bank Involvement in Banking Crisis in Latin America*”, IMF Working Paper, May 2008.
22. “*Sweden’s Approach to Bank Resolution: Have We Learned the Right Lessons*”, IMF direct.
23. “*The Swedish model for resolving the banking crisis of 1991-1993. Seven Reasons why it was successful*”, Economic Papers 360, February 2009.
24. Crisis Management and Resolution: Early Lessons from the Financial crisis, IMF



Discussion Note, March 09, 2011.

25. Stéphanie Marie Stolz and Michael Wedow, Extraordinary Measures in Extraordinary Times, European Central Bank, Occasional Paper Series, No 117, July 2010.
26. Barry Eichengreen “*Origins and Responses to the Crisis*”, University of California, Berkeley, October 2008.
27. Angelo Porta, “*Central banks and financial crisis. A first assessment of the tools used for interventions*”, “Paolo Baffi” Centre Research Paper Series No. 2009-43.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

